

Instituto Politécnico de Setúbal



Escola Superior de Ciências Empresariais

Criação de Valor

Estudo do Caso MARFILPE

António Manuel Machado Russo

Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de

MESTRE EM CONTABILIDADE E FINANÇAS

Orientador: Professor Doutor Nuno Miguel Delicado Teixeira

Setúbal, 20 12 2014

Dedicatória

Aos meus filhos e á minha esposa, por tudo o que representam na minha vida.

Agradecimentos

A conclusão do mestrado em Contabilidade e Finanças traduz o culminar de um percurso académico, iniciado em setembro de 1983.

Começo por agradecer à instituição ESCE, na pessoa da Diretora de Curso, Dra Teresa Alves, o facto de terem aceite a minha candidatura a este mestrado, e assim dado corpo a mais este desafio que resolvi abraçar.

Tenho que agradecer também a todo o corpo docente, sem exceção, pelos conhecimentos que de forma dedicada e profissional me transmitiram.

À Ângela Lourenço, ao Miguel Branco, à Andreia Vicente e ao João Silva, o meu muito obrigado pela inclusão em grupo de trabalho, pelos dias e noites de estudo e pelo companheirismo com que sempre me trataram.

Aqui chegado, tenho que relevar o meu orientador de dissertação, o professor doutor Nuno Teixeira. O apoio que me deu, a confiança que me transmitiu e a forma simples, humilde e honesta com que me tratou, nunca esquecerei. Não vejo como teria chegado aqui sem o seu suporte.

Por fim, agradeço aos meus filhos e esposa, pois sem eles nada disto teria sido possível, ou valido a pena.

Índice Geral

Dedicatória	i
Agradecimentos.....	ii
Índice Geral	iii
Índice de Quadros	v
Lista de Siglas e Abreviaturas.....	vi
Resumo	ix
Abstract	x
1 - Introdução	1
Parte I - Revisão da Literatura	3
2 - Conceito de Desempenho	3
3 - Avaliação de Desempenho	3
4 - Conceito de Desempenho Financeiro	8
5 - Avaliação de Desempenho Financeiro.....	9
5.1 A Avaliação Tradicional do Desempenho Financeiro	10
5.2 - Avaliação de Desempenho Financeiro com base na Criação de Valor	12
5.2.1 - Conceito de Valor	12
5.2.2 - Valor na perspetiva de <i>Stakeholders</i> e <i>Shareholders</i>	14
5.2.3 - Métricas utilizadas na Medição de Criação de Valor.....	16
5.2.3.1 - Com base nos resultados contabilísticos	16

5.2.3.2 - Com base na rendibilidade	21
5.2.3.3 - Com base nos fluxos de caixa	27
5.2.3.4 - Análise comparativa das diferentes perspetivas de avaliação da criação de valor.....	30
5.2.3.5 - Custo do financiamento da atividade	32
5.3 - Custo do Capital	33
5.3.1 - Custo Médio Ponderado do Capital	33
Parte II - Estudo Empírico.....	34
6.1 - Objetivo de Investigação.....	34
6.2 - Metodologia de Investigação	35
6.2.1 - Caracterização do Setor e apresentação da Empresa.....	39
6.2.2 - Evolução económica e financeira da empresa	41
6.2.3 - O Desempenho Económico e Financeiro Histórico da empresa face ao setor de Atividade.....	48
6.2.4 - Evolução da criação de valor da Marfilpe.....	51
Conclusão.....	55
Referências Bibliográficas	57

Índice de Quadros

Quadro 1 - método de cálculo do *economic value added* (EVA®)

Quadro 2 - método de cálculo do *cash value added* (CVA)

Quadro 3 - Óticas de cálculo do ROI

Quadro 4 - método de cálculo do MLOLI

Quadro 5 - método de cálculo do MLOLI, a preços correntes

Quadro 6 - método de cálculo do ativo total, ajustado a preços correntes

Quadro 7 - estrutura de Balanço Funcional

Quadro 8 - demonstração de resultados no quadriénio 2009 - 2012 (valores em €)

Quadro 9 - balanços no quadriénio 2009 - 2012, Estrutura de Ativos (valores em euros)

Quadro 10 - balanço no quadriénio 2009-2012, estrutura financeira (valores em euros)

Quadro 11 - Indicadores Económicos do período de 2009 a 2012

Quadro 12 - Indicadores Financeiros do período de 2009 a 2012

Quadro 13 - Indicadores Económicos e Financeiros MARFILPE versus Sector

Quadro 14 - Balanço Funcional, Quadriénio 2009 - 2012 (valores em euros)

Quadro 15 - Custo Médio Ponderado do Capital, baseado no K_e dos Competidores Nacionais

Quadro 16 - Cálculo da RS na Ótica da Empresa (valores em euros)

Quadro 17 - Cálculo do EVA® na Ótica da Empresa (valores em euros)

Quadro 18 - Cálculo do VEC na Ótica da Empresa (valores em euros)

Lista de Siglas e Abreviaturas

A	amortizações e depreciações do exercício
ABPC	ativo bruto a preços correntes
AEPC	ativo económico a preços correntes
AL	ativo líquido
BSC	<i>balanced scorecard</i>
CAE	código atividade económica
CAPM	<i>capital asset pricing model</i>
CFROI	<i>cash flow return on investment</i>
CI	capital total investido
CMPC	custo médio ponderado de capital
COFACE	compagnie française d'assurance pour le commerce extérieur
CP	capital próprio
CVA	<i>cash value added</i>
DCF	<i>discounted cash flow</i>
DFC	demonstração de fluxos de caixa
Di	dividendo atribuído no período i
DR	demonstração de resultados
E	empréstimos obtidos
EBIT	<i>earning before interest and tax</i>
EBITDA	<i>earning before interest, tax, depreciation and amortization</i>
EBT	<i>earning before tax</i>
EP	<i>economic profit</i>
EPS	<i>earning per share</i>
EVA®	<i>economic value added</i>
FCL	fluxo de caixa livre
FCO	fluxo de caixa operacional
FIFO	<i>first in first out</i>
GF	gastos financeiros
I	investimento em capital fixo
I&D	investigação e desenvolvimento
IRC	imposto sobre o rendimento de pessoas coletivas
Kd	custo da dívida (capital alheio)
Ke	custo do capital investido pelos proprietários (capital próprio)
Km	custo do capital investido na empresa
KPI	<i>key performance indicator</i>
LIFO	<i>last in first out</i>

LPA	lucro por ação
MLOLI	meios libertos operacionais líquidos de imposto
MLOLIPC	meios libertos operacionais líquidos de imposto a preços correntes
MOLI	meios operacionais líquido de imposto
MVA	<i>market value added</i>
NIF	número identificação fiscal
NOPAT	<i>net operational profit after tax</i>
OPA	oferta pública de aquisição
P	provisões e imparidades do exercício
P/L	<i>profit & loss</i>
Pi	preço da ação (cotação) no período referido no índice i
PME	pequenas e médias empresas
Psv	passivo
QREN	quadro referência estratégica nacional
R	reembolso de capital do empréstimo obtido
R^i	rendibilidade esperada da ação no período i
RAI	resultados antes de impostos
Rft	rendibilidade de aplicações sem risco
Ri	rendibilidade efetiva da ação no período i
RL	resultado líquido
RLSAF	resultado líquido sem alavanca financeira
Rmt	rendibilidade do mercado de capital
RO	resultado operacional
ROA	<i>return on assets</i>
ROE	<i>return on equity</i>
ROI	<i>return on investment</i>
ROIC	<i>return on invested capital</i>
ROLA	resultado operacional líquido ajustado
ROLI	resultado operacional líquido de imposto
ROS	<i>return on sales</i>
RPA	resultado por ação
RR	resultado residual
RS	rendibilidade supranormal
RSi	rendibilidade supranormal da ação no período i
SAPE	sistema avaliação <i>performance</i> estratégica
SGPS	sociedade gestora de participações sociais
SNC	sistema de normalização contabilística
TB	<i>tableaux de bord</i>

t	taxa de imposto efetiva
TIR	taxa interna de rendibilidade
TIRE	taxa interna de rendibilidade efetiva
TSR	<i>total share return</i>
VAB	valor acrescentado bruto
VAL	valor atual liquido
VALA	valor atual liquido ajustado
VBM	<i>value based management</i>
VCR	<i>value to cost ratio</i>
VEC	valor económico criado
VR	valor residual
WACC	<i>weighted average cost of capital</i>
β_i	coeficiente de risco (mede a volatiidade da rendibilidade do titulo face á rendibilidade)
ΔNFM	variação das necessidades de fundo de maneo

Resumo

O presente trabalho enquadra-se no âmbito da dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças, lecionado na Escola Superior de Ciências Empresariais, parte integrante do Instituto Superior Politécnico de Setúbal.

A sustentabilidade e o desenvolvimento de empresas e organizações, desde sempre, e atualmente mais que nunca, obrigam à permanente avaliação do respetivo desempenho financeiro. Naturalmente, a metodologia de análise foi sendo desenvolvida e afinada ao longo dos tempos, tentando sempre adequar a metodologia utilizada à relevância atribuída ao desempenho financeiro, pelas diferentes partes interessadas.

A avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor, representa a área mais relevante no atual contexto empresarial, sendo muito importante a correta identificação de quais os indicadores mais adequados para medir a capacidade de uma organização para criar excedentes financeiros superiores à rentabilidade exigida pelos investidores.

Este trabalho iniciou-se com uma revisão de literatura sobre os conceitos de desempenho, de desempenho financeiro e as diferentes formas de avaliação de desempenho financeiro, quer na ótica tradicional quer na ótica da criação de valor.

No âmbito do estudo empírico, seguiu-se o estudo de caso, onde se pretendeu analisar, com base na informação disponível e no método escolhido, a evolução na criação de valor no quadriénio de 2009 a 2012 de uma empresa de referência do setor nacional das rochas ornamentais.

Concluiu-se, através da análise da evolução económica e financeira da empresa, bem como da aplicação de diferentes métricas de avaliação da criação de valor financeiro que, durante o período analisado, a atividade da empresa não foi capaz de gerar rentabilidade suficiente para cobrir a remuneração pretendida pelos investidores.

Palavras-Chave: Avaliação do desempenho, criação de valor, desempenho financeiro, rentabilidade.

Abstract

This paper subscribes the finance and accounting master dissertation, lectured at ESCE, part of IPS.

Organization and company development and sustainability, since ever, and more than ever nowadays, force the permanent financial performance evaluation. Naturally the analysis methodology has been developed and fine tuned through the ages, always attempting to adequate the methodology in force to the financial performance relevance, by the stakeholders.

Value creation and financial performance evaluation, are milestones on the actual entrepreneurial context, being of the utmost importance the correct identification of which indicators are more adequate to weight an organizations capacity that render financial surplus, higher that investors required profitably.

This paper started with a literature review over performance and financial performance concept as well as different approaches to evaluate financial performance, traditional approach or value creation approach.

Within this empirical study, I choose the case method, attempting to overview, based on the available information, the value creation evolution, from 2009 to 2012.

Finally, different indicators were tested to conclude about value creation, being the conclusion that, within the considered time frame, the company activity was not capable to create to the investors, the required remuneration.

Keywords: performance, financial performance, value creation, profitability.

1 - Introdução

Desde meados do século XX, após a 2ª guerra mundial, em plena era da industrialização neoclássica, as mudanças no mundo começaram a ocorrer com maior rapidez e intensidade. As transações comerciais passaram de locais a regionais e de regionais a internacionais tornando-se o governo das empresas cada vez mais dinâmico e complexo, tal como a competitividade empresarial. A maioria dos países interage em mercado aberto, assistindo-se assim ao desenvolvimento da chamada economia de mercado, cuja principal característica é a concorrência, exponenciada pela globalização, que por sua vez, contribui para a mudança constante ao nível das tecnologias, produtos, canais de comercialização e mercados.

Assim, Chakravarthy e White (2002) referem que, considerando o ambiente em mudança, a empresa deve organizar-se com grande flexibilidade e agilidade de adaptação a essa mudança.

Já Ghoshal *et al.* (1997), defendem que, face aos novos desafios do contexto empresarial, o novo papel da gestão rompe com os pressupostos económicos limitados do passado, sendo hoje fundamental que as organizações sejam capazes de gerar valor na sua atividade.

Desde a década de 90, no início da chamada era da informação, o capital financeiro, continuando como alicerce do crescimento económico, mostrou-nos que mais importante do que ter dinheiro é o saber utilizá-lo, de forma a garantir o desenvolvimento e sucesso das organizações. Nas últimas décadas, sendo consensual a importância da criação de valor para a sustentabilidade presente e futura das empresas e organizações, a discordância relativamente a quem se destina a criação de valor tem sido frequente e por vezes impeditiva de consensos (Neves, 2011).

O foco na criação de valor seletiva a acionistas, clientes, colaboradores ou comunidade envolvente, ou transversal aos mesmos, sendo que os diferentes interesses das entidades atrás referidas estão intrinsecamente ligados, varia significativamente de acordo com a cultura da empresa ou organização, local onde a mesma desenvolve a sua atividade ou mercado em que atua (Neves, 2011). Como tal, esta ligação intrínseca das diferentes entidades face à criação de valor, torna óbvio que a criação de valor sustentável só pode ser conseguida se a mesma for transversal a todas as entidades envolvidas com a empresa, sendo que a perceção de criação de valor por cada uma delas, obviamente tem forma e características diferentes (Jordan *et al.*, 2012).

Nesse sentido, alguns autores referem que em economias desenvolvidas, se a empresa ou organização criar valor para os seus proprietários, estará também a criar valor para as restantes partes interessadas (*stakeholders*), daí a importância atribuída pelos mesmos à medição da criação de valor financeiro.

A atual dinâmica empresarial, no âmbito do mercado global, consequência da internacionalização, concorrência, fusões e aquisições, não mais permite a utilização dos métodos e ferramentas de gestão utilizados no século passado, exigindo assim uma gestão mais dinâmica e com base em informação mais rigorosa (Rodrigues, 2000)

Segundo Jordan *et al.* (2012), atualmente, no âmbito da economia global, as empresas e organizações debatem-se com dois paradigmas, na persecução do desenvolvimento e sustentabilidade das mesmas, que são os seguintes:

- Estará a estratégia desenvolvida e implementada pelos gestores perfeitamente alinhada com a criação de valor aos acionistas (*shareholders*)?

- Quais os indicadores mais adequados para a medição de criação ou destruição de valor, para uma empresa ou organização específica?

Como tal, o principal objetivo deste trabalho é concluir acerca da criação de valor financeiro, numa empresa de referência do setor português das rochas ornamentais. A escolha da empresa em si, deve-se ao facto da mesma pertencer ao grupo dos sete maiores *players* do setor em Portugal e, este, representar uma das indústrias que mais contribui atualmente para as exportações de elevado valor acrescentado. Assim, pretende-se verificar a evolução da empresa ao nível do desempenho económico e financeiro e da capacidade de criação de valor, durante o período de 2009 a 2012, de forma a verificar-se o eventual impacto da crise financeira existente no nosso país.

Quanto à metodologia de trabalho, pretende-se utilizar o estudo de caso, a fim de se obter informação privilegiada sobre a empresa e a sua situação financeira e recorrer a diversos conceitos financeiros debatidos no enquadramento teórico do trabalho.

Ao nível da estrutura, este trabalho para além da introdução, contempla mais três partes, nomeadamente, a revisão de literatura, o estudo empírico e a conclusão. Na revisão de literatura, recorrendo a diferentes autores e estudos realizados nesta temática, debatem-se diversos conceitos como o de desempenho, desempenho financeiro, valor e perspetivas de avaliação do desempenho financeiro, na ótica tradicional e na ótica da criação de valor. No estudo empírico, aprofundam-se os objetivos e a metodologia de investigação, caracteriza-se o setor de atividade e a empresa e é realizada uma evolução do seu desempenho económico e financeiro e da sua capacidade para criar valor financeiro. Finalmente, na última parte desta dissertação são apresentadas as conclusões do trabalho efetuado, as limitações a que o mesmo esteve sujeito e eventuais linhas de investigação futuras.

Parte I - Revisão da Literatura

2 - Conceito de Desempenho

O conceito de desempenho (*performance*) é utilizado normalmente nas áreas de economia e gestão quando se pretende avaliar a atividade de uma empresa, sendo, em muitos casos, utilizados exclusivamente indicadores económicos e financeiros (Ribeiro, 2003).

Segundo Scherer (1980), um bom desempenho, em termos empresariais, é obtido quando os recursos são eficientemente utilizados, quando os bens produzidos respondem à qualidade e à quantidade procuradas pelo mercado, quando se aproveitam as oportunidades criadas através dos avanços científicos e tecnológicos que permitem melhores níveis de produtividade e a criação de produtos superiores e, quando as políticas de gestão da empresa são integradas com objetivos macroeconómicos e existe uma distribuição justa do rendimento. Assim, por desempenho poder-se-á entender a execução de tarefa, por uma pessoa ou organização, que se pretende sistematicamente medir, avaliar e melhorar.

Santos (2008), associa desempenho aos conceitos de eficiência e de eficácia, considerando relevante distinguir estes dois conceitos. Segundo este autor, eficiência deve ser entendida como fazer bem as coisas (*"to do the things right"*), enquanto eficácia deve ser entendida como fazer as coisas certas (*"to do the right things"*). Considera ainda este autor, que o desempenho de uma organização pode ser aferido medindo a eficiência e eficácia, tendo sempre em conta os objetivos delineados.

Porém, no contexto empresarial, o desempenho é condicionado por muitos fatores externos (contexto competitivo, económico, político e legal, social, e tecnológico, estrutura e atratividade da indústria no mercado em que atua) e fatores internos (orientações estratégicas da empresa, forma de abordar diferentes negócios e mercados, diversificação de competências de recursos internos da empresa) à atividade e como tal, a sua avaliação é muito subjetiva, sendo um dos temas de gestão mais estudados nos últimos anos (Teixeira e Amaro, 2013).

3 - Avaliação de Desempenho

Argyris (1952) e Ridgway (1956) chamaram a atenção para as consequências negativas da medição do desempenho de empresas somente através de métricas financeiras, atendendo a que o bom desempenho nos aspetos financeiros não proporcionava só por si um desenvolvimento sustentável.

Também Chandler (1977) salientava que, os princípios contabilísticos encontravam-se praticamente inalterados desde a sua criação, o que tornava inadequada, a avaliação de desempenho somente através de indicadores económicos e financeiros.

Hayes e Abernathy (1980), salientavam que a medição do desempenho das empresas e dos gestores apenas com medidas financeiras, levava a que a gestão se concentrasse nos resultados de curto prazo, prejudicando a sustentabilidade das organizações.

Já mais recentemente, Neely (2005) refere que, no contexto empresarial atual, em constante mutação, foi crescendo a necessidade de também se medir o desempenho em variáveis não financeiras que ajudem a explicar os resultados e possibilitem uma melhor previsão dos desempenhos futuros. Assim sendo, torna-se um desafio avaliar o desempenho de uma organização, quer no objetivo e na escolha dos indicadores a utilizar, quer na seleção de um referencial para comparar as realizações com um padrão aceite pelos analistas.

Segundo Matano e Yamamoto (2007), os atuais métodos de avaliação de desempenho de uma empresa, com base quase exclusiva nas informações financeiras, induzem nas organizações um comportamento que conduz à destruição de valor, impedindo assim um desenvolvimento contínuo e sustentável. Neste raciocínio, os autores propõem que a avaliação se foque nos recursos intangíveis, mais precisamente nos *intellectual assets*, que são, segundo eles, responsáveis pela criação de novo valor para as empresas a médio / longo prazo. A criação de valor não depende apenas da existência destes ativos, mas também, da sua correta manutenção, manuseamento, reforço e otimização, e ainda da sua combinação na aplicação às operações empresariais.

A sustentabilidade e capacidade de desenvolvimento de qualquer organização ou empresa, alicerça-se na procura permanente do conhecimento das expectativas das partes interessadas, isto é, clientes, acionistas, colaboradores, parceiros e comunidade em geral, e na satisfação dessas mesmas expectativas (Lisnave,1992).

Neste intuito, as organizações ou empresas, implementam sistemas de gestão da qualidade, traduzidos em manuais da qualidade, que descrevem um conjunto de processos, numa abordagem de gestão por processos, processos estes que dão corpo à missão da organização ou empresa, com base nos seus valores e na sua visão, procurando de forma sistemática a melhoria contínua do seu desempenho, e assim garantirem a sua sustentabilidade e desenvolvimento, (Lisnave,1992).

Segundo Neves (2011), as empresas e outras organizações diferem substancialmente nas motivações e razões por que são criadas. Há empresas que existem para criar valor para os seus

acionistas e, por isso, focam-se essencialmente em objetivos e *performances* financeiras. Outras organizações, têm o intuito de contribuir para a melhoria da sociedade e os objetivos financeiros são colocados em papel mais secundário.

Também segundo Neves (2011), os objetivos podem assumir natureza financeira, estratégica ou operacional. Como objetivos financeiros podemos citar crescimento, lucros e rentabilidade. Quanto aos objetivos estratégicos podemos considerar a qualidade dos produtos, satisfação dos clientes, redução de prazos de entrega, formação e desenvolvimentos de colaboradores, etc. Como exemplo de objetivos operacionais, podemos citar a organização de inventários, organização de *layout*, das férias de pessoal, de turnos, etc. Assim, de acordo com Neves (2012), para se garantir a sustentabilidade a médio / longo prazo, dever-se-á ter por suporte esses três pilares que se traduzem no desempenho financeiro, estratégico e operacional.

No âmbito da importância da avaliação de desempenho, toda a organização necessita de ser avaliada por meio de um sistema para poder, através de um processo de retroalimentação, rever as suas estratégias e métodos de trabalho, minimizando os efeitos da tendência à entropia e melhorando as suas práticas. Assim ela se recicla, oxigena e torna-se capaz de sobreviver em ambientes turbulentos e mutáveis (Jordan *et al.*, 2012).

Nesse sentido, a avaliação de desempenho tem por base a identificação e mensuração das ações que os colaboradores de uma organização realizaram durante determinado período, e tem como objetivo diagnosticar e analisar o desempenho individual e em grupo dos funcionários, promovendo o seu crescimento pessoal e profissional, bem como uma melhor realização das suas tarefas. Além disso, fornece à gestão informações para tomadas de decisões acerca de salários, bonificações, promoções, demissões, formação e planeamento de carreira, proporcionando o crescimento e o desenvolvimento da pessoa avaliada. Através da avaliação de desempenho é mais fácil fornecer *feed back* às pessoas da organização, baseado em informações sólidas e tangíveis, e auxiliá-las no caminho para o autodesenvolvimento e para a otimização dos resultados da atividade. Outro benefício é a possibilidade de descoberta de talentos resultante da identificação das qualidades de cada pessoa na organização (Anthony e Govindarajan, 2004).

Segundo Câmara (2012), a avaliação de desempenho é um processo complexo que, para além de medir os resultados alcançados pelo colaborador, tem um considerável impacto na sua motivação, autoestima e sentimento de pertença ao grupo (organização). Pode ser de carácter absoluto, quando compreende a utilização de métricas previamente estabelecidas, divulgadas e interiorizadas, ou de carácter relativo, quando a mesma compara pessoas, atividades ou organizações.

Como tal, o principal desafio com que a gestão se debate na escolha de métricas apropriadas prende-se com a necessidade de acompanhamento do desenvolvimento da atividade de cada colaborador, permitindo ajudá-lo a corrigir desvios, relativamente ao objetivo, ao longo do processo, e permitir a sua avaliação objetiva no final do ano (Câmara, 2012). Assim sendo, a métrica escolhida deve expressar o valor acrescentado que o cumprimento do objetivo, ao longo do processo, induz na organização.

Segundo Neves (2012), a avaliação do desempenho dos gestores com base no valor criado para os acionistas, para além de poder ser um fator de motivação e orientação das decisões é também um instrumento de atração de quadros com um perfil mais empresarial e menos burocrático.

A avaliação do desempenho dos gestores, com base no valor criado para os proprietários, foi tratada primeiro por Fruham (1979), depois por Rappaport (1986) e mais tarde por Stewart (1991) defendendo já este o *economic value added* (EVA®)¹ e o *market value added* (MVA) como forma de operacionalizar o conceito de valor criado para o acionista.

Assim, embora tenha por base as pessoas, o processo de avaliação de desempenho deve ser inerente a qualquer estrutura / processo, como parte integrante e transversal a qualquer empresa ou organização. A avaliação de desempenho nas estruturas / processos traduz-se na implementação de diversos objetivos, traduzidos posteriormente em indicadores, que permitem através de uma monitorização contínua, ir mantendo ou melhorando o desempenho das diversas estruturas / processos. Deste modo, a permanente monitorização dos inúmeros indicadores permite ir aferindo a evolução do desempenho relativamente aos objetivos anualmente estabelecidos e assim contribuir para que se atinja o melhor desempenho na organização ou empresa. Esta monitorização, ocorre por ciclos, uma vez que normalmente os objetivos têm um prazo definido para serem atingidos, (Lisnave, 1992).

Segundo Câmara (2012), entende-se por ciclo de desempenho o período de tempo em que o mesmo se desenvolve, correspondendo normalmente ao período de um ano, podendo esta duração coincidir ou não com o ano civil. Ainda de acordo com Câmara (2012), o ciclo de desempenho, de uma forma geral, compreende quatro fases: fixação e divulgação de objetivos, implementação de práticas / ferramentas de suporte, tendo por finalidade o alcance dos objetivos previamente fixados, a monitorização ao longo do tempo e respetivo *feed back*, e por fim, a avaliação de desvios entre as realizações e as previsões (normalmente designada por avaliação de desempenho).

¹ EVA®, *economic value added* - marca registada pela Stern, Stewart & Co.

O facto do ciclo de desempenho ser normalmente de um ano, não invalida, que no âmbito de um sistema de qualidade, traduzido, por exemplo, numa gestão por processos, os respetivos *key performance indicator* (KPI)² sejam de seguimento diário e a análise seja normalmente mensal ou trimestral.

Um conceito mais amplo que o de avaliação de desempenho é o de gestão do desempenho, apresentando-se atualmente como o modelo mais completo para o acompanhamento do desempenho dos colaboradores, por abranger as suas diferentes fases (planeamento, acompanhamento e avaliação), com o intuito de melhorar o trabalho, tendo por objetivo estimular o alcance de metas organizacionais e a promoção do desenvolvimento dos recursos humanos e, consequentemente da organização. O planeamento, a partir da missão, visão, análise do ambiente interno e externo da empresa, identifica as metas a serem alcançadas. Em seguida, vem o acompanhamento das ações, para verificar se as mesmas estão de acordo com as metas estabelecidas, identificar as discrepâncias entre as ações realizadas e esperadas. Após identificadas as discrepâncias entre planeamento e realizações, na fase de acompanhamento, segue-se a fase de avaliação onde, avaliadas as discrepâncias, são desenhadas e propostas as ações de desenvolvimento e correção (Anthony e Govindarajan, 2004).

Concluindo, e indo ao encontro do referido por Neves (2011), cada empresa deve implementar um sistema de avaliação da *performance* estratégica (SAPE), que para além de funcionar como um instrumento de gestão, de incentivo e comunicação interna, serve também para as administrações comunicarem com o mercado financeiro - investidores, analistas financeiros, imprensa económica e outros interessados, de acordo com os seus critérios e convicções sendo que se distinguem na literatura duas orientações típicas, que se deverão complementar:

- Gestão baseada no valor (VBM - *value based management*)
- Gestão baseada no TB (*tableau de bord*) ou no BSC (*balanced scorecard*)

A gestão baseada no valor (VBM), utiliza métricas financeiras, preferencialmente relacionadas com a criação de valor para o acionista, pretendendo desta forma reduzir o efeito de agência ou representação. A teoria de agência apresenta-se como o arcabouço teórico voltado para a análise das relações entre participantes de organizações em que a propriedade e o controle

² KPI, *key performance indicator* - indicador de *performance* chave

de capital estão nas mãos de pessoas distintas, havendo lugar à formação de conflitos resultantes da existência de interesses diferenciados entre as mesmas pessoas (Mendes, 2001). Neves (2011) refere como exemplos de métricas usadas neste método de gestão o valor económico criado (VEC) e a taxa interna de rentabilidade efetiva (TIRE), o *economic value added* (EVA®) e o *market value added* (MVA) e a rentabilidade supranormal (RS).

A gestão baseada no TB ou BSC, pressupõe que os indicadores financeiros, por mais sofisticados que sejam, não conseguem avaliar a complexidade estratégica da empresa ou organização, podendo mesmo induzir miopias de gestão (mostram os resultados das tomadas de decisão, mas não permitem evidenciar as origens da criação de valor), sendo por isso necessário associar outros tipos de indicadores não financeiros para obter uma perspetiva mais integrada da avaliação da performance estratégica.

A gestão baseada no valor (VBM) não pode ser considerada antagónica da gestão baseada no *tableau de bord* (TB) ou *balanced scorecard* (BSC), sendo esta ultima orientação considerada mais abrangente e mais completa.

Contudo, o desempenho financeiro assume um papel muito importante na avaliação do desempenho, pois permite evidenciar os resultados das tomadas de decisão realizadas nos diversos níveis hierárquicos e nas várias áreas de trabalho das organizações, sendo por isso tratado separadamente no ponto seguinte do trabalho.

4 - Conceito de Desempenho Financeiro

Nas últimas décadas, a gestão empresarial tornou-se bastante mais complexa, não só pela frequente alteração da estrutura proprietária das organizações, mas também devido às constantes inovações tecnológicas e à competitividade no mercado global. A soma de todos os fatores atrás referidos, fez com que aumentasse substancialmente o nível de risco nas decisões de gestão corrente ou estratégica, tomadas no âmbito da atividade das organizações. Nesta conjuntura, quer a avaliação de desempenho financeiro, quer a avaliação do valor criado, assumem importância decisiva na gestão das organizações, tendo em vista o seu desenvolvimento e sustentabilidade.

Assim, como conceito, o desempenho financeiro poderá resumir a capacidade de criação de valor das organizações com fins lucrativos (Teixeira, 2008a e Russo, 2009),

Desempenho financeiro, poder ser também definido como a forma de avaliação do uso dos seus ativos, por empresa ou organização. O desempenho financeiro serve também para avaliar a saúde financeira de uma empresa ao longo de um determinado período de tempo, podendo também, servir de base para comparar empresas similares ou setores de atividade (Teixeira, 2008a).

Segundo Teixeira e Amaro (2013), tradicionalmente o conceito de desempenho financeiro está relacionado com a informação contabilística proveniente das demonstrações financeiras, como é o caso do Balanço, da Demonstração de Resultados e da Demonstração de Fluxos de Caixa. Para além disso, os mesmos autores, referem ainda que, o desempenho financeiro resume o impacto das decisões tomadas no âmbito da atividade, ao nível da capacidade para gerar resultados, criar rentabilidade face aos investimentos realizados, da situação de tesouraria da empresa e da sua sustentabilidade financeira ao longo do tempo.

Assim, a avaliação do desempenho financeiro nas entidades com fins lucrativos é uma das perspetivas mais importantes na avaliação do seu desempenho, uma vez que sintetiza o impacto de todas as decisões de gestão na capacidade de criação de valor.

5 - Avaliação de Desempenho Financeiro

Segundo Santos (2008), tradicionalmente a avaliação do desempenho financeiro baseia-se na informação contabilística proveniente de demonstrações financeiras, como são os casos do balanço, da demonstração de resultados e da demonstração de fluxos de caixa.

Segundo Mota e Custodio (2008), o conjunto de demonstrações financeiras acima referido é uma fonte privilegiada de informação, permitindo inclusivamente, o cálculo de diversos indicadores que tornam possível a obtenção de uma imagem mais precisa sobre o desempenho financeiro das organizações.

De acordo com Neves (2011), nota-se atualmente uma preocupação cada vez maior com a criação de valor em detrimento da simples análise dos lucros, ou seja, é cada vez mais consensual, a ideia de que os resultados só são benéficos para a prosperidade e perpetuidade de uma organização, se os mesmos conseguirem remunerar o capital investido total, havendo criação de valor se superarem o custo do investimento feito na organização.

Hoje em dia, existe um conjunto diversificado de perspetivas para a avaliação de desempenho financeiro, não havendo, contudo, unanimidade quanto aos indicadores a utilizar. Assim, os diferentes indicadores da avaliação do desempenho financeiro, na ótica da criação de valor, podem ser organizados de acordo com as seguintes perspetivas (Teixeira e Amaro, 2013):

- Resultados contabilísticos;
- Rendibilidade;
- Fluxos de caixa.

No entanto, a avaliação do desempenho financeiro continua a ser abordada pela maioria das organizações, com base nos indicadores económicos e financeiros calculados através das demonstrações financeiras. Assim, de seguida tratamos os principais indicadores da avaliação tradicional do desempenho financeiro.

5.1 A Avaliação Tradicional do Desempenho Financeiro

De acordo com Peterson e Peterson (1996), as medidas tradicionais de desempenho financeiro são baseadas em dados contabilísticos, apresentando como vantagens o facto de as informações estarem disponíveis em relatórios, de fácil cálculo e interpretação, sendo as mais citadas na literatura as seguintes:

- O *return on investment* (ROI);
- O *return on assets* (ROA);
- O *return on equity* (ROE);
- O lucro por ação (LPA).

Este autor defende que o *return on investment* (ROI), ou retorno sobre o investimento, traduz o quociente entre o lucro (excedente monetário mínimo exigido pelo investidor para manter o negocio atrativo) proporcionado pelo negócio e o investimento (na forma de aplicação de capital em meios de produção, no âmbito da economia, ou na forma de compra de ativos financeiros, no âmbito das finanças). A sua forma de cálculo varia em função dos valores considerados para efeitos de lucros e de investimentos. Mais à frente é detalhada esta questão.

Relativamente ao *return on assets* (ROA), ou retorno sobre o ativo, este indicador traduz o quociente entre o lucro operacional e o ativo total. Mostra como os ativos estão a ser rentabilizados pelo negócio.

Quanto ao *return on equity* (ROE), ou o retorno sobre o património (capitais próprios), este indicador traduz o quociente entre o lucro líquido e o património líquido. Indica a rentabilidade dos recursos investidos pelos proprietários.

No que diz respeito ao lucro por ação (LPA), este indicador representa o quociente entre o lucro líquido e o número de ações da empresa. Segundo Neves (2012), representa o resultado de uma organização num determinado período de tempo, dividido pelo número de ações em circulação. É um dos indicadores mais utilizados pelos analistas financeiros, apresentando uma relação direta com o valor de mercado dos títulos pois o seu denominador, ou seja, o número de

ações, não está sujeito à influência dos critérios contabilísticos. A este propósito Gomes e Pires (2011), referem que os resultados por ação medem os interesses de cada ação ordinária de uma organização no desempenho financeiro durante o período de relato.

Teixeira e Pardal (2005), referem ainda que através do resultado líquido, pode-se avaliar a capacidade de autofinanciamento de uma organização, pois permite observar em que medida o total de excedentes gerados é suficiente para financiar a atividade global. Nesse sentido, Kassai *et al.*, (2005), referem que as medidas tradicionais de desempenho consideram suficiente o lucro cobrir o custo de capital de terceiros.

Já Rappaport (2001), refere que os indicadores tradicionais mais utilizados na avaliação de desempenho financeiro contêm as seguintes limitações:

- Utilização de critérios contabilísticos, que podem prejudicar a imagem real da situação financeira das empresas (por exemplo as amortizações e depreciações, as imparidades e as provisões);

- Não consideram o risco das operações;

- Não consideram o custo de oportunidade do capital próprio;

- São passíveis de manipulação, pois os critérios de valorimetria podem variar de empresa para empresa, provocando diferença nos resultados e, conseqüentemente, dificultando a comparabilidade das demonstrações financeiras das mesmas;

- São medidas de um período único;

- As necessidades de investimentos em capital circulante e em ativos permanentes são ignoradas;

- O ROE é sensível à alavancagem das fontes de financiamento, não refletindo apenas a rentabilidade associada ao negócio.

Segundo Martin e Petty (2004), as desvantagens na utilização das medidas tradicionais de avaliação de desempenho financeiro das empresas são o facto de, os lucros contabilísticos e os fluxos de caixa não serem iguais; os dados contabilísticos não refletirem o risco das operações; não consideram o custo de oportunidade do capital próprio; nem o valor do dinheiro no tempo. A somar a isto, as práticas contabilísticas variam de uma empresa para outra, influenciando os lucros relatados, daí os lucros não serem um indicador fiável para se medir a criação de valor.

Segundo Neves (2011), a rentabilidade do ativo e a rentabilidade do capital investido foram, na última década do século passado, dois dos indicadores mais utilizados na avaliação da *performance* operacional de empresas ou organizações.

Porém, o conceito de rentabilidade, que mede os resultados obtidos face aos investimentos realizados, independentemente do indicador utilizado, apresenta uma imagem incompleta sobre o desempenho financeiro, uma vez que não contempla o custo total do capital investido na atividade. Assim, torna-se impossível ao investidor, verificar se a rentabilidade criada foi ou não superior ao custo do dinheiro que teve que colocar no negócio. Tal, só é possível observar através da avaliação do desempenho financeiro com base na criação de valor.

5.2 - Avaliação de Desempenho Financeiro com base na Criação de Valor

De acordo com Neves (2011), o desafio de realizar a estratégia das empresas e demais organizações assume uma importância crucial que passa pela escolha de bons indicadores num sistema de gestão estratégica, que permita avaliar a persecução dos objetivos traçados e tomar eventuais medidas corretivas que se imponham. É hoje incontroverso que os indicadores financeiros tradicionais não conseguem, por si só, captar a saúde estratégica de uma organização. São quanto muito, medidas da evolução da *performance* financeira, mas que não refletem a complexidade do sistema de variáveis que condiciona a criação de valor. Deste modo, o conceito de valor e as métricas para avaliá-lo são fundamentais na gestão das organizações.

5.2.1 - Conceito de Valor

Segundo Sewall (1968) e Young (1978), há mais de dois mil anos que filósofos e economistas estudam e debatem o sentido e os vários significados do conceito de valor.

O conceito de valor, expressa a utilidade de determinados objetos (valor de uso) ou o poder de compra (valor de troca), associado à posse desses objetos. Refere ainda que, por vezes, bens que têm um grande valor de uso possuem menor valor de troca, como é o caso da água, essencial à vida do ser humano mas pertencente à classe de bens de menor custo. Assim, o ser humano é mais rico ou mais pobre, conforme a sua capacidade de satisfação das suas necessidades e conveniências, ou seja, a quantidade de trabalho de terceiros que um indivíduo é capaz de adquirir ou dominar, determina o seu grau de riqueza. Assim sendo, o trabalho revela-se como a verdadeira medida do valor de troca (Smith, 1956).

De acordo com Rodrigues (2000), uma abordagem a longo prazo sobre o valor, constitui uma forma de estabelecer um círculo virtuoso de criação de valor e de vantagens competitivas, através da satisfação permanente dos clientes com bons produtos e serviços, desenvolvidos por recursos humanos motivados e qualificados, em interação com os melhores fornecedores de

matérias-primas e serviços, respeitando as normas legais e éticas, numa busca permanente pelo sucesso.

Segundo Brealey *et al.* (2001), o valor de uma empresa está intimamente relacionado com a sua capacidade para gerar fundos ao longo do tempo, capazes de cobrirem os custos de exploração, rentabilizarem os investimentos realizados e remunerarem todos os financiadores da atividade.

Já Menger (2007) refere que valor representa a importância atribuída aos bens ou às quantidades de bens, no instante em que o ser humano se apercebe da correlação entre o controlo e posse desses bens e a satisfação das suas necessidades. Assim, valor, não sendo inerente ao próprio bem, resulta da relação entre a procura e a quantidade disponível desse mesmo bem, refletindo a importância de satisfação das necessidades de cada indivíduo.

Ainda segundo Menger (2007), o conceito de valor de uso, traduz-se na importância dos bens adquiridos relacionada com a satisfação direta de certas necessidades. Sendo que o conceito de valor de troca, se traduz na importância dos bens adquiridos em relação ao poder de transação obtido pela sua posse, ou seja, correspondente à satisfação indireta de determinadas necessidades. A componente económica do valor poderá, assim, assumir a conceção de valor de uso e de valor de troca, conforme a importância para o indivíduo da satisfação das suas necessidades pelo uso direto ou indireto dos bens.

Damodaran (2007) defende que, se existiram mudanças na avaliação financeira de empresas, no passado recente, foram no sentido de atribuir maior relevo à criação de excedentes, na determinação do valor do seu negócio. Enquanto no passado recente os modelos de avaliação enfatizavam a relação entre crescimento e valor – onde a empresas com maior crescimento era atribuído maior valor – as iterações mais recentes destes mesmos modelos verificaram que o crescimento, sem a criação simultânea de excedentes, não cria valor. Com esta deriva em direção à importância da criação de excedentes, surgiu o foco na medição e previsão de excedentes criados pelos investimentos feitos no passado e futuros.

Damodaran (2007) refere ainda que, a noção de que o valor de um negócio é função dos seus *cash flows* futuros, está perfeitamente enraizada nas finanças. Ainda que, para gerar estes *cash flows*, as empresas tenham que aumentar o seu investimento de capital em ativos, que comportam custos. Na verdade, é unicamente na medida em que estes *cash flows* excedem os custos de aumento de capital (próprio e dívida), que se verifica a criação de valor. Assim, o valor de um negócio pode ser descrito como função dos excedentes criados pelos atuais e novos investimentos.

Ainda hoje, grande parte do tecido empresarial português, é constituído por micro e pequenas empresas, cuja gestão e propriedade é do tipo familiar, onde a maximização do lucro figura como principal objetivo (Teixeira e Amaro, 2013).

Contudo, na era da globalização em que nos encontramos, a propriedade das modernas empresas tende a dispersar-se por diversas entidades e a complexidade da sua gestão entregue a gestores profissionais. Chegamos assim, ao ponto em que o gestor representa menos interesses na empresa mas tem maior poder e autonomia na condução da mesma. Esta situação de menor propriedade versus maior poder, coloca em questão o objetivo de maximização de lucros, visto a eventual falta de incentivos e elevada autonomia na gestão, poderem conduzir a desalinhamento na estratégia entre gestor e acionistas. Aqui chegados, a organização é confrontada com o problema de agência.

De acordo com os diferentes conceitos de valor, referidos pelos diversos autores, conclui-se que o conceito de valor pode ser entendido como o rácio entre o que temos que despendar para receber / obter algo e a necessidade / importância que atribuímos ao que pretendemos obter. Como se depreende, é um conceito ao qual está associada uma subjetividade enorme visto o valor percecionado estar fortemente ligado à componente emocional e psicológica de cada ser humano. O conceito de valor está sempre ligado a tudo o que fazemos, seja na forma individual ou coletiva, no âmbito de uma empresa ou organização.

5.2.2 - Valor na perspetiva de *Stakeholders* e *Shareholders*

Segundo Rodrigues (2000), a maximização do valor de mercado da empresa não beneficia somente os acionistas (*shareholders*), mas também os colaboradores, os clientes, os fornecedores e diversos agentes económicos envolvidos no negócio (*stakeholders*). Daí, um número crescente de empresas estar a explorar com êxito as potencialidades dos modelos de gestão baseados especificamente na criação de valor financeiro, melhorando a sua *performance* global e criando vantagens competitivas de longo prazo.

Segundo Wahba (2002), e no âmbito da gestão baseada no valor (VBM), uma empresa cria valor para os seus acionistas quando os retornos obtidos são superiores aos custos dos capitais utilizados para gerar esses retornos.

A teoria financeira tradicional definia como objetivo a maximização do lucro. Na teoria financeira moderna a principal preocupação passou a centrar-se na maximização do valor para os sócios / acionistas (os *shareholders*), que deve ser entendida como o valor atual dos fluxos de caixa que no futuro, a empresa poderá vir a conferir aos titulares do seu capital. O princípio de maximização do valor dos sócios / acionistas, isto é, da empresa, é posto em causa pela

necessidade de compatibilização dos diferentes interesses de todas as partes interessadas na empresa (os *stakeholders*), e pelo princípio da racionalidade limitada, ou seja, as pessoas tomam decisões racionais unicamente em relação aos aspetos que conhecem e dominam. Contudo, se uma empresa criar valor para os acionistas, também deverá estar a criar valor para os diversos agentes com que se relaciona, seja através da entrega de produtos/serviços com a qualidade requerida, seja pelo cumprimento das suas obrigações junto dos diferentes fornecedores, estado, entidades reguladoras, entre outras. Por isso, passou-se a assumir que a criação de valor para os acionistas implicitamente representa a capacidade de criação de valor da empresa, logo extensível aos seus *stakeholders* (Neves, 2012).

O valor financeiro de uma empresa, está dependente da atratividade do negócio e da capacidade da empresa para gerir os seus recursos, tangíveis e intangíveis, de forma a criar vantagens competitivas sustentáveis e, assim, tornar possível a criação de valor para os seus proprietários. Como tal, Neves (2012), refere que a fonte de criação de valor da empresa não é a sua situação financeira, mas sim a sua vantagem competitiva, que pode ser analisada, por exemplo, através do trinómio tecnologia / mercado / produto.

Ainda segundo Neves (2011), as decisões de gestão que criam valor para a empresa podem ser enquadradas em três tipos:

- Decisões operacionais, que dizem respeito à gestão corrente das atividades;
- Decisões de investimento, que correspondem à aquisição e alienação de bens dos ativos fixos, de investimentos financeiros e imobiliários que, são fundamentais para o funcionamento das empresas e para o seu sucesso a médio e longo prazo;
- Decisões de financiamento, que dizem respeito às operações de capital (aumentos de capital ou financiamentos de médio e longo prazo) e ao financiamento de curto prazo, que permitem a obtenção dos recursos financeiros necessários para a realização dos investimentos necessários e para a cobertura de eventuais défices de tesouraria em períodos de picos de atividade.

Já Teixeira e Amaro (2013), referem que uma decisão de gestão cria valor desde que preencha, pelo menos, uma das seguintes questões:

- Aumente os fluxos de caixa a curto e/ou a longo prazo, gerados pelos ativos;
- Aumente as expectativas de crescimento de resultados;
- Alargue o período de crescimento supranormal;

- Reduza o custo de capital.

Nesse sentido, as métricas desenvolvidas ao longo dos anos para medir a criação de valor, pretendem incorporar no seu cálculo o impacto dos diferentes níveis de decisão, tentando evidenciar as origens do valor na atividade.

5.2.3 - Métricas utilizadas na Medição de Criação de Valor

Em primeiro lugar, importa referir que, de acordo com Neves (2012), qualquer indicador normalmente utilizado na medição da criação de valor, pode ser calculado em duas perspetivas, ou seja, a dos proprietários e a da empresa. No âmbito desta dissertação de mestrado, o estudo de caso irá centrar-se na capacidade da criação de valor na perspetiva da empresa. Assim sendo, o que se pretende estudar é a capacidade global do negócio / atividade desenvolvida pela empresa escolhida, para apresentar resultados que superem a remuneração pretendida pelos proprietários e investidores financeiros. Nesse sentido, iremos apresentar os indicadores de avaliação de criação de valor financeiro segundo as perspetivas anteriormente referidas:

- Com base nos resultados contabilísticos;
- Com base na rentabilidade;
- Com base nos fluxos de caixa.

5.2.3.1 - Com base nos resultados contabilísticos

Segundo Mota e Custódio (2008), a demonstração de resultados é uma das formas mais elementares de avaliação do desempenho financeiro, verificando-se os resultados gerados, sendo estes calculados através da diferença entre os gastos e os rendimentos num determinado período.

No âmbito dos indicadores que medem a criação de valor com base nos resultados contabilísticos, de acordo com Neves (2011), os mais referidos pela literatura são o *economic value added* (EVA®) e o *cash value added* (CVA).

Segundo Jordan *et al.* (2012), o conceito do EVA® tem contribuído para a alteração profunda dos critérios de análise financeira nas organizações, permitindo refletir num só indicador financeiro, todos os fatores relacionados com a criação de valor.

O desenvolvimento deste conceito, patenteado pela empresa de consultoria financeira *Stern Stewart & Co.*, deveu-se ao facto de terem constatado que os gestores, de uma forma genérica, se preocupavam apenas com a capacidade das organizações gerarem lucros, deixando de parte o custo incorrido com os recursos utilizados para gerar o referido lucro (Teixeira e Amaro, 2013).

Segundo Vieito e Maquieira (2010), o EVA® traduz um modelo de avaliação de desempenho financeiro que permite medir os excedentes gerados por uma empresa, após se ter em conta a remuneração exigida pelos seus investidores.

O EVA® pode ser entendido como uma medida do valor económico acrescentado que, permite verificar se o capital investido numa organização é adequadamente remunerado, tendo em atenção quer a remuneração exigida pelos investidores, quer o custo de oportunidade de aplicações alternativas (Silva e Queiroz, 2010).

Este indicador, expressa o valor residual dos resultados operacionais líquidos de imposto, deduzidos da remuneração exigida pelos investidores, ou seja, representa o excedente da dedução do custo total do capital investido numa organização, aos resultados obtidos pelos mesmos capitais, (Neves, 2002, Vieito e Maquieira, 2010).

Pode ser calculado, na perspetiva de criação de valor para a empresa, através da seguinte fórmula, Neves, (2011):

$$\text{EVA}^{\circledast} = \text{RO} \times (1 - t) - \text{CI} \times \text{WACC}$$

Legenda:

RO - resultado operacional

CI - capital total investido

WACC - custo médio ponderado do capital

RO x (1 - t) - resultado operacional líquido de imposto (ROLI)

Bem como:

Quadro 1 - Método de cálculo do *economic value added* (EVA®)

Resultados Operacionais	+
Imposto sobre Resultados Operacionais	-
Resultados Operacionais Líquidos de Imposto (ROLI)	=
Imputação do Custo de Capital	-
<i>Economic Value Added</i> (EVA®)	=

Adaptado de Neves (2011)

Sendo assim, podem-se obter as seguintes situações (Silva e Queiroz, 2010):

- $EVA^{\circledR} > 0$, a organização em análise consegue gerar excedentes superiores aos necessários para remunerar os capitais investidos, de acordo com a remuneração exigida, verificando-se assim a criação de valor;

- $EVA^{\circledR} = 0$, a organização em análise consegue gerar excedentes suficientes para remunerar os capitais investidos, de acordo com a remuneração exigida, não se verificando contudo criação de valor acima do previsto;

- $EVA^{\circledR} < 0$, a organização em análise não consegue gerar excedentes suficientes para remunerar os capitais investidos, de acordo com a remuneração exigida, verificando-se assim a destruição de valor;

Segundo Stewart (1994), para se calcular o EVA^{\circledR} , devem ser feitos diversos ajustamentos aos dados contabilísticos, sendo que devido à sua subjetividade e complexidade na implementação, os ajustamentos a fazer acabam por ser decididos por cada organização, normalmente de acordo com a materialidade, capacidade de incentivo e facilidade de comunicação.

Franco *et al.* (2008) afirmam que os ajustamentos só devem ser feitos quando:

- Os montantes em causa forem significativos;
- Se a informação necessária aos ajustamentos for de fácil obtenção;
- Se as razões pelas quais ajustamos forem facilmente entendidas.

Neste sentido, Neves (2011) indica como ajustamentos mais utilizados:

- A investigação e desenvolvimento (I&D), deve ser considerada um investimento;
- Os ativos que não produzam rendimento e nem se espere recuperação devem manter-se no balanço, visto serem investimentos efetuados pela empresa, como tal não devem ser subestimados;
- De forma a aproximar os resultados operacionais (RO) ao conceito de fluxo de caixa, as provisões e as imparidades líquidas de imposto devem ser somadas aos resultados operacionais, sendo as provisões e as imparidades acumuladas somadas ao capital investido;

- O *Goodwill* deve ser reconhecido e não amortizado, de modo a não subavaliar o capital investido, logo, devem ser adicionadas ao resultado operacional as amortizações e depreciações anuais e as acumuladas devem ser adicionadas ao capital próprio;

- As amortizações e depreciações devem ser calculadas numa perspetiva económica, com serviço de dívida constante e tendo por base a vida económica do ativo em causa e o custo de capital da empresa.

No entanto, na prática as empresas não realizam normalmente estes ajustamentos e os seus valores também acabam por ter pouca relevância na criação de valor. Por isso, são desprezados pela maioria dos analistas (Neves, 2011).

De acordo com Desai e Ferri, (2006), o EVA® pode ser melhorado da seguinte forma:

- Aumentando o retorno do capital existente;
- Investindo em ativos que criam valor;
- Alienando ativos que destroem valor;
- Melhorando a estrutura de capitais de forma a reduzir o custo de capital;
- Maximizando o período de tempo em que as margens se mantêm positivas.

Contudo, o EVA® apresenta as seguintes desvantagens (Young e O'Byrne, 2001 e Vasconcelos *et al.*, 2006):

- A quantificação do total do custo de capital envolvido no negócio não é fácil, pois apesar de ser simples determinar o custo do capital alheio através das taxas negociadas com os credores financeiros, já o custo do capital próprio é de mais difícil mensuração;

- O cálculo deste indicador obriga à existência de gestores e funcionários bem preparados para a correta utilização da informação;

- Em alguns casos a utilização deste indicador conduz à competição interna (posturas reativas ou defensivas, contrárias à criação de valor) em detrimento da criação de energias;

- Pode incentivar o sub investimento em grandes projetos, normalmente com maiores prazos de maturidade, mas que no curto prazo reduzem o valor do indicador;

- Obriga a alterações organizacionais de ordem comportamental e cultural de forma a orientar a organização para a criação de valor.

No que diz respeito, ao *cash value added* (CVA), é uma medida de avaliação do desempenho financeiro que tenta incorporar as vantagens das medidas baseadas nos resultados com o conceito de fluxos de caixa (Young e O'Byrne, 2001).

Este indicador pode ser calculado, através da seguinte fórmula, Neves (2011):

$$CVA = MOLI - Km * CI$$

Legenda:

MOLI - meios operacionais líquidos de imposto

Km - custo do capital investido na empresa

CI - capital total investido

Bem como:

Quadro 2 - Método de cálculo do *cash value added* (CVA)

Resultados Operacionais	+
Imposto sobre Resultados Operacionais	-
Resultados Operacionais Líquidos de Imposto (ROLI)	=
Amortizações e Depreciações do exercício	+
Provisões e Imparidades do exercício	+
Meios Operacionais Líquidos de Imposto (MOLI)	=
Imputação do Custo de Capital	-
Cash Value Added (CVA)	=

Adaptado de Neves (2011)

Pelo anteriormente referido, e de acordo com Neves (2011), o CVA também pode ser calculado pela seguinte fórmula:

$$CVA = EVA^{\circledast} + A + P$$

Legenda:

EVA[®] - *cash value added*

A - amortizações e depreciações

P - provisões e imparidades

Alguns autores, tais como Young e O'Byrne (2001), referem que o CVA apresenta, relativamente ao EVA®, a vantagem do seu resultado não ser afetado pela política da empresa relativamente a amortizações e depreciações e a provisões e imparidades, que são custos aceites fiscalmente, mas que não representam saídas monetárias.

Alguns estudos, no âmbito dos indicadores de desempenho financeiro utilizados nas empresas têm verificado a sua relação com a criação de valor para os acionistas. Por exemplo, Fernandez (2002), conclui que o EVA® revela uma correlação muito baixa com as cotações dos títulos transacionados em bolsa, sendo assim ineficiente como indicador de criação de valor para os investidores. Clinton e Chen (1998) observaram, também, que o CVA evidencia igualmente uma baixa correlação com o retorno aos acionistas. Para justificar esta evidência, referem que tal fica a dever-se a serem indicadores ainda pouco divulgados e menos disponíveis para se realizarem comparações com os valores dos concorrentes ou do setor, e por isso não são considerados pelos investidores nos mercados de capitais.

5.2.3.2 - Com base na rendibilidade

Segundo Mota e Custódio (2008), a análise da rendibilidade é uma das perspetivas mais importantes na avaliação do valor de uma organização, permitindo verificar a *performance* dos capitais investidos numa organização através da capacidade da mesma gerar recursos financeiros e, ainda, refletir a qualidade da gestão.

Assim, o conceito de rendibilidade, tenta sintetizar, em termos financeiros, os resultados das opções estratégicas das empresas.

Segundo Brealey e Myers (1998), o conceito de rendibilidade da empresa está relacionado com a capacidade da atividade gerar lucros suficientes para cobrir os custos com os investimentos realizados, e remunerá-los a uma taxa exigida.

Só existe criação de valor para o proprietário quando este consegue obter rendibilidades superiores àquela que o mercado oferece em oportunidades com nível de risco semelhante (Neves, 2011).

Neves (2012), refere ainda que a criação de valor é o objetivo último da gestão e existe quando a rendibilidade do capital investido for superior ao custo médio de capital. Para além disso, a rendibilidade é um indicador de desempenho que evidencia a capacidade de sobrevivência a longo prazo de uma organização ou projeto, bem como o nível de remuneração que propicia aos investidores, de forma a atrair capital de investimento.

Teixeira (2008a) refere que, na análise da rendibilidade, duas questões fundamentais devem ser colocadas:

- Que lucros devem ser considerados para avaliar a rendibilidade da empresa?
- Que valores deverão representar o montante de investimento realizado na atividade?

Ainda segundo Teixeira (2008a), o ROI é o indicador mais utilizado na avaliação da rendibilidade e a abordagem adequada às duas questões colocadas obriga a analisar o problema através de três óticas diferentes:

- A análise da rendibilidade da atividade de exploração;
- A análise da rendibilidade global da empresa;
- A análise tradicional da rendibilidade da empresa.

Quadro 3 - Óticas de cálculo do ROI

Óticas de Análise	Cálculo do ROI	Utilidade dos Indicadores
Análise da Rendibilidade da actividade de exploração	$\frac{\text{Resultados Operacionais}}{\text{Activo Económico}} \times 100$	Representa em percentagem, o lucro criado pela actividade de exploração face ao investimento necessário para o desenrolar do normal funcionamento do negócio. É muito utilizado na análise de centros de responsabilidade.
Análise da Rendibilidade Global da Empresa	$\frac{\text{RLSAF}}{\text{Total de Investimento}} \times 100$	Representa em percentagem, o lucro criado pelo negócio face ao total de Investimento na actividade, mostrando a rendibilidade gerada para cobrir os custos de financiamento.
Análise tradicional da Rendibilidade da empresa	$\frac{\text{Resultados Operacionais}}{\text{Activo Líquido}} \times 100$	Tem o mesmo significado que o indicador anterior mas, baseia-se na informação directamente disponível nas demonstrações financeiras sem se realizar qualquer ajuste.

Adaptado de Teixeira (2008a)

De notar que, para a análise da rendibilidade global da empresa, utiliza-se no numerador o resultado líquido sem alavancagem financeira, que contempla a soma dos resultados operacionais e dos rendimentos financeiros líquidos de impostos, ou seja, os excedentes gerados que poderão cobrir os custos exigidos pelos investidores. No caso do denominador, é usado o total de investimento que resulta do ajustamento ao valor dos ativos pela diminuição dos passivos não remunerados, ou seja, que advêm do funcionamento da atividade e das decisões dos gestores e que reduzem os valores dos investimentos nos negócios. Finalmente, o ROI determinado desta forma é vulgarmente designado por ROIC – *return on invested capital* (Neves, 2011).

Relativamente aos indicadores de criação de valor com base na rentabilidade, de acordo com Neves (2011) a literatura refere principalmente a rentabilidade supranormal (RS) e o *cash flow return on investment* (CFROI).

Segundo Teixeira (2008a) e Neves (2011), a análise do valor económico criado, pode ser realizada através do conceito de rentabilidade supranormal (RS), que mede a capacidade do negócio criar valor acima das expectativas dos investidores (capital próprio e alheio).

A medição da criação de valor é extremamente importante para o investidor, no sentido de garantir que este tem uma imagem real da evolução da atividade e da sua capacidade para criar uma rentabilidade acima da que o investidor espera obter. O conceito de rentabilidade supranormal (RS) permite avaliar a criação de valor, tanto no momento da criação do negócio, como durante o desenvolvimento do mesmo. Deste modo, garante-se uma interligação entre as previsões e as realizações e um maior poder de decisão e de ação por parte do investidor, fatores esses fundamentais no atual contexto empresarial.

Na ótica da empresa, a rentabilidade supranormal (RS) pode ser calculada pela seguinte fórmula:

$$RS = ROI - WACC$$

Legenda:

RS - rentabilidade supranormal

ROI - *return on investment*

WACC - custo de financiamento da atividade

Se pretendermos saber a criação de valor em números absolutos, ou seja, o valor financeiro criado, basta multiplicar a rentabilidade supranormal calculada pelo investimento realizado:

$$\text{Valor Criado} = RS \times \text{Investimento}$$

Teixeira (2008a) e Neves (2011) evidenciam que, se os princípios financeiros utilizados forem os mesmos, a multiplicação da rentabilidade supranormal (RS) pelo investimento total permite obter resultados semelhantes ao EVA®.

Segundo Neves (2011), o CFROI surgiu como alternativa ao ROI e é uma medida de avaliação de desempenho financeiro registada pela CSFB-*Holt Value Associates*. O CFROI parte do princípio que a avaliação do desempenho financeiro de uma organização deve ser feita com base nos critérios utilizados na avaliação de investimentos.

Segundo Damodaran (2002), este método permite medir o retorno esperado do investimento, através dos seus meios libertos e tendo em conta o valor temporal do dinheiro.

Alguns autores, Silva e Queirós (2010), Jordan *et al.* (2012), entre outros, caracterizam o CFROI como medida de rendibilidade, enquanto outros, Young e O'Byrne (2001), Krauter e Sousa (2007), consideram esta medida nos fluxos de caixa. Silva e Queirós (2010) caracterizam este método como medida de rendibilidade, argumentando que o CFROI procura determinar a rendibilidade média implícita de uma organização ou investimento, indicando a eficiência da gestão no uso dos ativos existentes. Já Neves e Batalha (2001) afirmam que esta medida não expressa o valor criado por uma organização, pois os resultados do CFROI são apresentados em valor relativo, ou seja, por uma taxa interna de rendibilidade (TIR). Segundo Neves (2011) e Jordan *et al.* (2012), o cálculo do CFROI obedece aos seguintes passos:

1 - Cálculo dos Meios Libertos Operacionais Líquidos de Imposto (MLOLI)

Quadro 4 - Método de cálculo do MLOLI

Resultados Operacionais	+
Imposto sobre Resultados Operacionais	-
Resultados Operacionais Líquidos de Imposto (ROLI)	=
Amortizações e Depreciações do exercício	+
Provisões e Imparidades do exercício	+
Meios Libertos Operacionais Líquidos de Imposto (MLOLI)	=

Adaptado de Neves (2011)

2 - Correção dos Meios Libertos Operacionais Líquidos de Imposto (MLOLI), ao nível de preços correntes, ajustando à inflação os ativos monetários, isto é, dívidas de terceiros e meios financeiros. Torna-se, também, necessário ajustar à inflação o custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas.

Quadro 5 - Método de cálculo do MLOLI, a preços correntes

Ativos Monetários	+
Passivos Cíclicos	-
Ativos Monetários Líquidos (exceto dívida financeira)	=
Taxa de Inflação	x
Ganhos (+) / Perdas (-) Monetárias	=
Meios Libertos Operacionais Líquidos de Imposto	+
Ajustamento do Custo das Vendas para Preços Correntes	-
Meios Libertos Operacionais Líquidos de Imposto a preços correntes	=

: Adaptado de Neves (2011)

3 - Avaliação dos ativos não monetários a preços correntes, tendo em vista apurar o seu valor bruto.

Os ativos não monetários devem ser separados em ativos amortizáveis/depreciáveis e ativos não amortizáveis/depreciáveis.

Quadro 6 - Método de cálculo do ativo total, ajustado a preços correntes

Ativo fixo amortizável	+
Ajustamento da inflação ao ativo fixo amortizável/depreciável	+
Ativo fixo não amortizável/depreciável	+
Ajustamento da inflação ao ativo fixo não amortizável/depreciável	+
Inventários	+
Ajustamento da inflação aos inventários	+
Ativos monetários líquidos ajustados	+
Ativo total ajustado a preços correntes	=

Adaptado de Neves (2011)

4 - Estimar a vida útil contabilística do ativo, através da seguinte fórmula:

$$\text{Vida Útil Contabilística.} = \frac{\text{Ativo Fixo Líquido Contabilístico}}{\text{Amortizações e Depreciações do Exercício}}$$

Contudo, na prática devemos utilizar a vida útil económica, a fim de se refletir a real capacidade dos ativos fixos para gerarem meios libertos.

5 - Cálculo da Taxa Interna de Rendibilidade (TIR), de acordo com os seguintes pressupostos:

- O investimento inicial é igual ao ativo total a preços correntes;
- Os fluxos de caixa, normalmente calculados no âmbito da TIR, correspondem aos meios libertos operacionais líquidos de imposto a preços correntes e estes mantêm-se constantes até ao fim da vida útil dos ativos fixos;
- O valor residual do investimento, corresponde ao valor dos inventários somado ao ativo monetário, deduzidos do passivo monetário existente no último ano considerado;

Pelo acima exposto, o CFROI pode ser calculado através da seguinte fórmula, que tem como incógnita a taxa interna de rendibilidade (TIR):

$$CFROI = - AEPC + (MLOLIPC / (1+TIR)) + \dots + (MLOLIPC / (1+TIR)^n) + VR / (1 + TIR)^n$$

Legenda:

AEPC - ativo económico a preços correntes

MLOLIPC - meios libertos operacionais líquidos de imposto a preços correntes

TIR - taxa interna de rentabilidade

VR - valor residual

n - numero de anos de vida útil do projeto

Para se apurar a criação de valor, é essencial comparar a taxa interna de rentabilidade (TIR) determinada, com o custo de capital da empresa (Venzani, 2010).

Segundo Damodaran (2002), por forma a aumentar o valor de uma organização é necessário aumentar o *spread* entre o seu CFROI e o seu custo de capital. Neste sentido, o CFROI é relacionado com o custo de capital através do *value to cost ratio* (VCR), sendo que se o *value to cost ratio* for superior à unidade, a empresa cria valor para os investidores, ao passo que se for inferior à unidade destrói valor.

A formula de cálculo do *value to cost ratio* (VCR) é a seguinte, Neves (2011):

$$VCR = CFROI / \text{Custo do Capital}$$

Ao indicador CFROI, também são apresentadas algumas críticas, que segundo Jordan *et al.* (2012) e Neves (2011), são as seguintes:

- Os meios libertos operacionais líquidos de imposto constituem apenas uma aproximação aos fluxos de caixa utilizados na avaliação de investimentos, não representando na realidade quaisquer entradas ou saídas monetárias;

- Manter o nível dos meios libertos operacionais líquidos de impostos constantes durante o período de vida útil do ativo fixo, pode pôr em causa a validade da TIR calculada, pois o valor dos meios libertos operacionais líquidos de imposto reais variam constantemente ao longo dos anos analisados;

- A utilização da vida útil contabilística do ativo fixo em vez da sua vida económica, não é economicamente viável, pois na prática, na generalidade dos casos a vida útil contabilística do ativo fixo difere da sua vida real (como exemplo temos o de muitas empresas que continuam a utilizar o seu ativo fixo depois deste estar totalmente amortizado);

- Os meios libertos operacionais líquidos de imposto não consideram os investimentos de substituição ou as necessidades de fundo de maneo que poderão ser necessárias ao longo da vida útil do ativo fixo;

- O valor residual não considera que após a amortização e depreciação total, o ativo fixo possa ter valor de mercado.

Finalmente, derivado aos diversos procedimentos necessários para o seu cálculo, o CFROI é muito difícil de operacionalizar, sendo assim na prática pouco utilizado.

5.2.3.3 - Com base nos fluxos de caixa

Segundo Neves (2011), os fluxos de caixa, em inglês *cash flow*, são cada vez mais utilizados na avaliação do desempenho financeiro, representando um dos conceitos mais relevantes para a análise financeira.

As medidas baseadas nos fluxos de caixa têm a vantagem de contornar a influência dos diferentes procedimentos utilizados na contabilidade (Young e O'Byrne, 2001). Contudo, deve-se ter algum cuidado na sua leitura, uma vez que por exemplo, a existência de fluxos de caixa negativos num determinado ano pode não significar mau desempenho, mas sim indicar a existência de uma oportunidade de investimento que provocou um aumento de saídas monetárias em projetos que no longo prazo serão criadores de valor para a organização. Assim, os fluxos de caixa devem ser utilizados, de preferência, quando se pretende analisar o impacto de decisões estratégicas em vários exercícios económicos.

Os fluxos de caixa, estando menos dependentes e influenciados pelos critérios contabilísticos, permitem uma visão mais realista de uma organização e, logo, em conformidade com a sua situação de tesouraria (Esperança e Matias, 2009).

Segundo Silva e Queirós (2010), os fluxos de caixa representam os fluxos monetários reais de um investimento ou organização e são calculados pela diferença entre todas as entradas e saídas de fundos.

De acordo com Neves (2002), o fluxo de caixa livre (FCL), do inglês *free cash flow*, representa o excesso financeiro líquido gerado pelas atividades operacionais, de investimento e financiamento externo que ficam disponíveis para os detentores de capital, sendo a sua fórmula de cálculo a seguinte:

$$FCL = RL + A + P - \Delta NFM - I - R + E$$

Legenda:

RL - resultado líquido

A - amortizações e depreciações do exercício

P - provisões e imparidades do exercício

Δ NFM - variação das necessidades de fundo de manei

I - investimento em capital fixo

R - reembolsos de capital dos empréstimos obtidos

E - empréstimos obtidos

Porém, como estamos a estudar a criação de valor na ótica da empresa, torna-se importante analisar apenas os fluxos associados ao negócio, que ficam disponíveis tanto para proprietários como para credores financeiros. Segundo Neves (2002), tal pode ser atingido através do fluxo de caixa operacional (FCO), que evidencia a margem gerada pelas operações da organização, líquida dos investimentos em ativos fixos e das necessidades de fundo de manei, essenciais para o seu desenvolvimento independentemente da forma de financiamento adotada, sendo o seu cálculo efetuado através da seguinte fórmula:

$$FCO = RO \times (1 - t) + A + P - \Delta NFM - I$$

Legenda:

RO - resultado operacional

A - amortizações e depreciações do exercício

P - provisões e imparidades do exercício

Δ NFM - variação das necessidades de fundo de manei

I - investimento em capital fixo

t - taxa efetiva de imposto sobre o rendimento

Mota e Custódio (2008), afirmam que os FCO correspondem ao valor do negócio (*enterprise value*) enquanto os FCL correspondem ao valor disponível para os proprietários (*equity value*). Se aos FCO deduzirmos o valor da dívida e adicionarmos os ativos extra exploração que, não estão diretamente relacionados com o negócio, mas que, em teoria podem ser alienados e gerar fluxos de caixa positivos, obtemos os FCL, ou seja:

$$Equity\ value = Enterprise\ value - Dívida + Ativos\ Extra\ Exploração$$

Outro conceito que importa referir, é o do *Discount Cash Flow* (DCF), e que segundo Damodaran (1994) traduz o valor atual dos fluxos de caixa futuros, sendo muito utilizado na

avaliação de projetos de investimento e de empresas e que consiste na previsão dos fluxos de caixa futuros a gerar, num período perfeitamente definido, e na sua atualização a uma taxa de desconto que melhor reflita o risco a eles associado, logo, a rentabilidade a exigir pelos investidores. Assume-se, assim, que o valor de uma organização não depende da sua situação atual, nem do seu desempenho passado, mas sim dos fluxos de caixa futuros que a organização consegue gerar (Mota e Custódio, 2008).

No âmbito da análise de projetos de investimento e de empresas, os fluxos de caixa deram origem a diversos indicadores, tais como o valor atual líquido (VAL), e a taxa interna de rentabilidade (TIR), muito recomendados pela teoria financeira para a análise de estudos de viabilidade económica e financeira na criação e desenvolvimento de empresas. Neves (2011) considera o VAL como o método com maior fundamento científico.

Segundo Porfirio *et al.* (2004), o VAL não é mais que a soma algébrica de todos os valores futuros de fluxos de caixa de um determinado projeto de investimento, atualizados ao custo de oportunidade dos capitais, incorporando assim num único valor todos os excedentes financeiros inerentes ao desenvolvimento do projeto. Menezes (2010), refere que a TIR representa a alternativa teórica mais importante ao VAL, pois agrupa de forma sintética numa única taxa todas as informações sobre os projetos, sendo influenciada apenas pelos fluxos de caixa previsionais e despesas iniciais de investimentos. De acordo com Esperança e Matias (2009), a TIR corresponde à taxa de atualização/remuneração de um projeto para a qual o VAL é zero, representando desta forma a máxima rentabilidade possível de gerar pelo investimento.

Neves (2011) refere ainda que o VAL e o TIR aplicam-se geralmente na avaliação prévia de projetos de investimento e desenvolvimento, enquanto para avaliação de projetos em execução, ou em curso, recorre-se ao ROI ou ROIC, o que nos apresenta problemas de comparabilidade. Para ultrapassar este problema o autor recomenda a utilização do indicador valor económico criado (VEC) e da taxa interna de rentabilidade efetiva (TIRE), que são medidas de desempenho baseadas nos fluxos de caixa históricos, baseando-se o seu cálculo na capitalização dos diversos fluxos de caixa para o final do último ano do projeto, aferindo a rentabilidade gerada ao longo da sua implementação. Para que exista comparabilidade entre estimativas e realizações, é necessário capitalizar o VAL previsional para o final do último ano do projeto, posicionando-o no mesmo momento do VEC. Estes dois indicadores, o VEC e a TIRE, podem ser calculados da seguinte forma:

$$VEC = FCO_1 \times (1 + \text{custo de capital})^{(n-1)} + FCO_2 \times (1 + \text{custo de capital})^{(n-2)} + \dots + FCO_n$$

$$0 = FCO_1 \times (1 + TIRE)^{(n-1)} + FCO_2 \times (1 + TIRE)^{(n-2)} + \dots + FCO_n$$

Assim, há criação de valor sempre que o VEC tenha um resultado superior a zero, porque tal significa que se conseguiu gerar excedentes capazes de cobrir o investimento e a remuneração pretendida pelos investidores.

Segundo Neves (2011), uma gestão baseada na criação de valor preocupa-se com os fluxos de caixa de médio e longo prazo e não apenas com os lucros mensais. O gestor deve procurar oportunidades de investimento com rentabilidade superior aos custos de oportunidade do capital e implementar em toda a organização este tipo de filosofia de gestão. Esta atitude envolve dois aspetos:

- Reestruturar a empresa de modo a libertar o valor inerente a cada negócio;
- Desenvolver, após a reestruturação, uma gestão sistematicamente orientada para a criação de valor.

Neves (2012), defende que o valor de uma empresa é, em grande parte, função da potencialidade das vendas e da sua capacidade em gerar resultados e fluxos de caixa que, por sua vez, são função da potencialidade de crescimento do mercado e da posição concorrencial da empresa.

Ainda segundo Neves (2012), as estratégias que criam valor resultam da criação e exploração de vantagens competitivas sustentáveis a longo prazo. Estas vantagens competitivas permitirão à empresa aplicações de capital com rentabilidade superior ao seu custo de capital. No fundo, qualquer formulação estratégica deve conduzir a vantagens competitivas, o que é a base da sustentação do valor.

Assim, a criação de valor depende da capacidade de tradução destas vantagens competitivas em fluxos de caixa futuros.

5.2.3.4 - Análise comparativa das diferentes perspetivas de avaliação da criação de valor

Neves (2011), refere que o CFROI é a medida de avaliação do desempenho financeiro mais complexa de calcular e, por isso não é muito utilizada no contexto empresarial.

Para Young e O'Byrne (2001), os indicadores baseados nos fluxos de caixa, na avaliação de desempenho financeiro a curto prazo, ou num único período, podem apresentar alguma distorção requerendo a sua interpretação muita cautela. Os valores obtidos num determinado ano, podem ser mais influenciados pelas oportunidades de crescimento do setor do que pelo seu desempenho operacional, no ano em causa. Ou seja, a existência de FCO e FCL negativos num

determinado ano, pode não significar mau desempenho, mas sim a existência de investimentos num projeto de longo prazo, que apesar de agora obrigar a saídas monetárias, no futuro será potencialmente criador de valor para a organização. Posto isto, os autores recomendam a utilização dos fluxos de caixa apenas quando se pretende analisar o impacto de decisões estratégicas, ao longo de vários exercícios económicos.

Segundo Neves e Batalha (2001), a investigação financeira tem demonstrado que quando se utiliza corretamente o EVA® e a RS, os resultados são idênticos aos métodos que utilizam os DCF, facilitando assim a análise do desempenho histórico periódico, não sendo necessário a análise de diversos exercícios para avaliar a criação de valor.

Para Young e O'Byrne (2001), o CVA difere do EVA® por incluir no seu cálculo os encargos com amortizações, depreciações, provisões e imparidades do exercício, o que permite aproximar os resultados aos conceitos de fluxos de caixa, bem como eliminar potenciais distorções causadas pelas políticas contabilísticas das empresas. Porém, tal como todas as medidas baseadas nos fluxos de caixa, o CVA apresenta algumas debilidades na avaliação do desempenho a curto prazo, ou num único período, sendo as suas vantagens relativamente ao EVA® ultrapassadas por ajustamentos contabilísticos (por exemplo, em vez de se considerarem as amortizações contabilísticas, calculam-se as amortizações económicas³).

Segundo Teixeira (2008a), e assumindo idênticos princípios de cálculo, as medidas baseadas na rentabilidade (ROI e ROIC) e as medidas baseadas na criação de valor (EVA®), podem ser relacionados da seguinte forma:

- Se $ROI > WACC$, conclui-se que a organização gera rentabilidade superior ao custo de capital investido na atividade, logo existindo criação de valor ($EVA® > 0$);

- Se $ROI = WACC$, conclui-se que a organização apenas gera rentabilidade para cobrir o custo de capital investido na atividade, logo não existindo criação de valor ($EVA® = 0$), acima do exigido pelos investidores;

- Se $ROI < WACC$, conclui-se que a organização gera rentabilidade inferior ao custo de capital investido na atividade, logo existindo destruição de valor ($EVA® < 0$);

³ Amortizações económicas, são calculadas da mesma forma que são determinados os reembolsos de empréstimos bancários, com serviço da dívida constante e tendo por referência a vida económica do ativo a ser amortizado e o custo de capital da empresa, Neves (2011).

Como se pode constatar pelo acima exposto, a relação entre o ROI e o WACC, traduz o conceito de rentabilidade supranormal na ótica da empresa, evidenciando a capacidade da organização criar valor, face ao custo de capital utilizado. Assim sendo, a diferença entre o ROI e o WACC, multiplicada pelo valor do investimento, traduzirá o mesmo resultado que o EVA®, consoante as rubricas contabilísticas utilizadas.

Segundo Vasconcelos *et al.* (2006), através da análise das medidas de avaliação de desempenho financeiro anteriormente apresentadas, é notória a necessidade de se aferir a capacidade das organizações em criar valor face ao seu custo de financiamento da atividade, quer com capital próprio e quer com capital alheio. Em virtude da subjetividade do custo de oportunidade do capital próprio, muitos analistas preferem as medidas baseadas nos lucros ou na rentabilidade tradicional em detrimento das métricas que utilizam o custo global do financiamento da atividade (WACC), como são a RS, o EVA®, o CVA e o VEC.

Como referido anteriormente a utilização de indicadores com base nos fluxos de caixa, por exemplo o valor económico criado (VEC), caracteriza-se pela necessidade de análise de vários exercícios económicos, ao contrário do EVA® ou da RS que apresentam a vantagem de permitir a análise da criação de valor em cada período ou exercício.

No seu estudo, Amaro (2012) conclui e prova que os diferentes métodos de avaliação da criação de valor apresentam os mesmos resultados, se os princípios financeiros utilizados forem os mesmos.

Verifica-se, assim, não existir unanimidade relativamente à escolha do melhor indicador para medir o desempenho financeiro, variando a escolha do referido indicador, entre outros fatores de decisão, consoante a informação disponível e o propósito da análise.

5.2.3.5 - Custo do financiamento da atividade

Uma questão transversal às diferentes perspetivas de avaliação do desempenho financeiro, prende-se com a crescente preocupação na comparação entre a rentabilidade gerada pelo negócio e as expectativas dos investidores (Teixeira e Amaro, 2013).

Assim, a criação de valor é aferida pela capacidade do negócio em gerar resultados superiores aos exigidos pelos proprietários e credores alheios, sendo esta afirmação válida para qualquer uma das perspetivas apresentadas (resultados, rentabilidade e fluxos de caixa).

Nesse sentido, torna-se fundamental determinar o custo do financiamento da atividade.

5.3 - Custo do Capital

A estratégia financeira, para além de ter como referência o risco, deve ter também o cuidado de selecionar as fontes de financiamento, de modo a minimizar-se o custo do capital, sem colocar em causa a sustentabilidade financeira da empresa. Para tal, utiliza-se frequentemente o método do custo médio ponderado de capital – WACC (Teixeira, 2008a).

5.3.1 - Custo Médio Ponderado do Capital

Modigliani e Miller (1958) desenvolveram a teoria da estrutura de capitais em função dos custos e benefícios, vulgarmente conhecida por *trade-off theory*, onde se pretende estipular algumas regras para definir o *mix* entre capitais próprios e passivos para financiar a atividade, de forma a reduzir o custo médio ponderado de capital (WACC).

Este *mix*, ou estrutura de capitais, deverá ter como referência não só que o endividamento tem um custo inferior, visto os credores incorrerem em menor risco que os proprietários, mas também a própria sustentabilidade financeira da empresa. Isto porque, a partir de um determinado nível de endividamento, o risco percecionado pelos investidores é superior, aumentando assim a rentabilidade exigida, e condicionando a capacidade de criação de valor pelo negócio (Teixeira, 2008b).

Ainda segundo Teixeira (2008b), de uma forma resumida, podemos dizer que a estrutura de capitais em função dos custos e benefícios decorre dos seguintes princípios:

- O custo médio ponderado do capital, é menor através da utilização de dívida, visto que esta, tem geralmente um custo inferior ao capital próprio;
- Atingindo um determinado valor de dívida, o risco financeiro percecionado é superior e os custos de uma eventual falência incrementam o custo dos passivos;
- Devido ao maior risco, os proprietários começam a exigir também uma maior rentabilidade;
- Assim, o custo médio ponderado do capital será superior.

Segundo Neves (2011), como regra de base, o valor da empresa é incrementado também quando o custo médio de capital é mínimo. Desse modo, os gestores devem escolher uma estrutura financeira que minimize o custo médio ponderado do capital, que em inglês se designa por *weighted average cost of capital* (WACC).

De acordo com Teixeira e Alves (2003), o WACC engloba o custo do capital alheio corrigido das poupanças fiscais e o custo do capital próprio que evidencia a taxa de retorno que os proprietários esperam obter para serem compensados do risco em que incorrem, sendo calculado através da seguinte fórmula:

$$WACC = (CP / AL) \times Ke + (P / AL) \times Kd \times (1 - t)$$

Legenda:

CP - capital próprio

AL - ativo líquido

P – passivo

Ke - custo capital próprio

Kd - custo capital alheio

t - taxa efetiva impostos sobre rendimento

Segundo Neves (2002), o custo do capital próprio pode ser calculado, no caso das empresas cotadas em bolsas, pela rentabilidade esperada, determinada através do *capital asset pricing model* (CAPM), sendo nas restantes situações calculado considerando a rentabilidade média dos capitais próprios do setor de atividade ou, simplesmente através da adição de um prémio de risco ao custo de financiamento bancário da empresa. Neste sentido, investigadores como Damodaran (2005) ou entidades especializadas, como é o caso da COFACE, sugerem prémios de risco a atribuir às empresas, consoante o risco dos diferentes países onde laboram.

Ainda Neves (2002), refere que o custo de remuneração das fontes de financiamento de capital alheio, pode ser determinado através das taxas negociadas com as entidades financeiras, ou pela comparação entre os gastos financeiros do período e o passivo remunerado no final do exercício anterior.

Parte II - Estudo Empírico

6.1 - Objetivo de Investigação

Este trabalho tem como principal objetivo, estudar a evolução do desempenho financeiro, no âmbito da lógica da criação de valor, recorrendo a medidas baseadas nas perspetivas analisadas (resultados, rentabilidade e fluxos de caixa), numa PME pertencente ao sector da indústria de transformação de mármore e granitos, que é uma das indústrias que mais contribui para as exportações nacionais.

Para a realização deste trabalho, irão ser realizadas duas etapas:

- Análise da evolução económica e financeira da empresa, considerando as suas demonstrações financeiras;
- Análise da sua capacidade para criar valor durante o período de tempo estudado.

6.2 - Metodologia de Investigação

Considerando que o objetivo principal deste trabalho de investigação é o estudo da capacidade de criação de valor, através da utilização de diferentes métricas, optou-se pela metodologia de investigação denominada de estudo de caso.

Para Freixo (2010) o estudo de caso é uma abordagem metodológica de investigação especialmente adequada quando procuramos compreender, explorar ou descrever acontecimentos e contextos complexos, nos quais estão simultaneamente envolvidos diversos fatores.

Já, Yin (2009) refere que a metodologia do estudo de caso é muito importante, porque através do acesso a informação privilegiada da unidade de análise, devidamente triangulada pela utilização de diferentes fontes de dados, pode evidenciar respostas potenciais às questões que se pretendem evidenciar empiricamente.

Como limitações inerentes ao estudo de caso, são referidos os problemas do enviesamento do investigador, da subjetividade e a questão da ética na relação do investigador com os sujeitos (Ryan *et al.*, 2002).

A opção pelo estudo de caso, prendeu-se com o facto de existir a possibilidade de aceder a informação económica e financeira privilegiada sobre a empresa, tornando mais fácil a aplicação e interpretação das medidas de criação de valor.

Tendo em vista que o universo de micro, pequenas e médias empresas em Portugal representa cerca de 99% do tecido empresarial (não financeiro), julgou-se bastante pertinente a escolha de uma PME para o referido estudo de caso. Assim sendo, foi escolhida uma empresa pertencente ao setor da indústria de transformação de rochas ornamentais, a Marfilpe – Mármore e Granitos, SA que, considerando os dados constantes na base de dados Sistema de Análise de Balanços Ibéricos, é um dos sete maiores *players* do setor.

Para a realização do estudo de caso, irá ser efetuada uma caracterização do setor e da empresa escolhida e, posteriormente irá ser analisada a sua evolução económica e financeira,

bem como a sua capacidade de criação de valor durante os anos de 2009 a 2012. Como fontes de informação foram utilizados os relatórios e contas dos exercícios reportados e efetuadas entrevistas confirmatórias ao diretor financeiro.

No que diz respeito aos conceitos financeiros considerados ao longo deste trabalho, com o intuito de aferir a capacidade de criação de valor no caso estudado, devido à sua importância, irá ser detalhado o cálculo das seguintes rubricas: capital investido, passivo financeiro e custo do financiamento da atividade, onde se incluem o custo médio ponderado do capital, o custo do capital próprio e o custo do capital alheio.

Para o cálculo do capital investido, é necessário construir um balanço funcional que, de acordo com Neves (2012), permite evidenciar como a organização obtém e investe os seus recursos financeiros. A seguir apresenta-se a estrutura de um balanço funcional recomendada pelo autor.

Quadro 7 - Estrutura de Balanço Funcional

RUBRICAS	Ano n
Ativos Fixos Ajustados	
NFM Exploração	
- Necessidades Cíclicas	
- Recursos Cíclicos	
NFM Extraexploração	
- Tesouraria Ativa	
- Tesouraria Passiva	
Total de Investimento	
Capitais Próprios	
Passivo Financeiro	
Total de Financiamentos	

Adaptado de Neves (2011)

Face ao balanço contabilístico, o balanço funcional tem uma estrutura mais adequada para a análise da criação de valor. A estrutura do balanço funcional permite isolar os capitais investidos, relativamente aos capitais próprios e ao capital alheio remunerado, dando duas visões complementares sobre a atividade da empresa: o valor de investimento necessário para o desenrolar do negócio (capitais investidos corrigidos dos passivos não financeiros que diminuem o investimento na atividade) e o peso das fontes de financiamento utilizadas, sendo esta informação fundamental para aferirmos a rentabilidade a exigir pelos investidores.

Ao nível do estudo da criação de valor, irão ser utilizados indicadores das três perspetivas anteriormente referidas: EVA®, RS e o VEC.

Relativamente à RS, segundo Teixeira (2008b) e Neves (2011), quando se pretende avaliar a capacidade global da atividade em criar excedentes suficientes para rentabilizar o investimento total, o método de cálculo tradicional do ROI deve ser ajustado, obtendo-se como resultado desse ajustamento o indicador designado *por return on invested capital* (ROIC).

Ainda de acordo com os mesmos autores, no numerador, devem ser considerados, para além dos resultados operacionais, os rendimentos resultantes de aplicações de capital, pois estes são normalmente resultado de excedentes de tesouraria, provenientes na generalidade dos casos da atividade operacional. É também fundamental refletir nos resultados o chamado efeito fiscal, visto parte dos resultados obtidos, na prática pertencerem ao estado. Salienta-se que, não devem ser considerados os gastos financeiros e respetivas poupanças fiscais, pois pretende-se medir a capacidade da atividade em gerar excedentes e estas rubricas são resultado das decisões de financiamento. Deste modo, calculam-se os resultados líquidos sem alavanca financeira (RLSAF), que podem ser obtidos através da seguinte fórmula:

$$\text{RLSAF} = (\text{RO} + \text{Rendimentos Financeiros}) * (1 - t)$$

Legenda:

RLSAF - resultados líquidos sem alavanca financeira

RO - resultados operacionais

t - taxa efetiva de imposto

Ainda de acordo com os mesmos autores, no denominador, o ativo líquido é substituído pelo investimento total, determinado no âmbito do balanço funcional, visto que no ciclo de exploração, os créditos obtidos junto de fornecedores e outros credores, financiam parte do seu valor, diminuindo as necessidades financeiras. Assim sendo, a rubrica investimento total, contempla os valores dos bens e direitos onde o capital se encontra investido, corrigido dos passivos não remunerados, negociados pela empresa, no decorrer da sua atividade.

Assim, o investimento total inclui os ativos não correntes, as necessidades de fundo de maneo de exploração e necessidades de fundo de maneo de extra-exploração, estando excluídos apenas os passivos remunerados, como empréstimos bancários e *leasings*, que são créditos relativos à decisão de financiamento, igualmente não considerados nos resultados determinados no numerador.

Assim, o ROIC, é calculado pela seguinte fórmula:

$$\text{ROIC} = \text{RLSAF} / \text{Investimento Total}$$

Legenda:

ROIC - *return on invested capital*

RLSAF - resultado líquido sem alavanca financeira

Relativamente ao custo do capital investido (próprio e alheio), será calculado através do *weighted average capital cost* (WACC). Para calcular o WACC temos que conhecer o valor das seguintes rubricas: taxa de imposto efetiva (t), custo do capital alheio (Kd), custo do capital próprio (Ke), capital investido, passivo financeiro e capital próprio.

A taxa de imposto efetiva é calculada considerando a relação entre o imposto sobre o rendimento de pessoas coletivas – IRC, refletido na demonstração de resultados do exercício em cada período e o valor de resultados antes de impostos – RAI (Neves, 2011).

O custo do capital alheio será determinado tendo como referência a relação entre os gastos financeiros registados na demonstração de resultados no final do período e o valor do passivo financeiro em cada exercício económico que lhes deu origem (Neves, 2011).

O custo de capital próprio foi calculado de acordo com a informação disponibilizada pelo Banco de Portugal (central de balanços) relativa ao 3º quartil, no período considerado, em virtude da empresa em estudo ser uma das sete maiores do seu setor em Portugal.

No que diz respeito, aos valores dos capitais investidos, capital próprio e passivo financeiro, são os que constam anualmente no balanço funcional.

Quanto à determinação do EVA®, foram utilizados os mesmos indicadores que na RS, ou seja, o RLSAF, o investimento total e o WACC.

O cálculo do VEC considera a capitalização dos diversos fluxos de caixa para o final do último ano em análise, considerando sempre o primeiro ano observado como o do investimento, aferindo se a rentabilidade gerada ao longo do período estudado foi superior ao custo do capital exigido pelos investidores. Esta metodologia apresenta como desvantagem o facto da informação necessária não se obter diretamente das demonstrações financeiras (balanço e demonstração de resultados), normalmente utilizadas como referência para pequenas e médias empresas (que representam mais de 90% do tecido empresarial em Portugal). Este indicador necessita de ser calculado ao longo de diversos exercícios para que se possa concluir com algum rigor acerca da

criação de valor, (Neves, 2011). Assim, para efeitos de determinação do valor acumulado ao longo dos exercícios estudados (de 2009 a 2012), considerou-se que o exercício de 2009 dizia respeito ao ano de investimento que deveria ser rentabilizado através dos fluxos de caixa gerados nos anos de 2010, 2011 e 2012.

6.2.1 - Caracterização do Setor e apresentação da Empresa

Por definição, as rochas ornamentais constituem o conjunto de pedras naturais que, após serem transformadas, conservam as suas características físico-químicas, permitindo a sua utilização como materiais de construção e decoração. Assim, podemos delimitar o sector das rochas orçamentais segundo as matérias-primas utilizadas e a sua aplicação final (Espírito Santo *Research*, 2014).

Portugal é um dos principais produtores de rochas ornamentais do mundo. A extensa variedade de pedra natural proporciona-lhe uma posição de destaque no cenário mundial e um forte contributo para a criação de riqueza e sustentabilidade do setor. O setor das rochas ornamentais, constituído essencialmente pelo mármore e pelo granito, agrega três tipos de produtos: bloco, extraído dos recursos geológicos; chapa serrada, corresponde ao bloco cortado; produto em obra, produto transformado que resulta da chapa ser cortada, polida, selecionada e embalada. Em Portugal, tem ainda expressão e importância a extração e transformação de calcário e ardósia (Espírito Santo *Research*, 2014).

A indústria extrativa nacional representou, em 2012, uma produção de 1.037 mil milhões de euros, valor inferior ao do ano de 2011, uma vez que apenas os minérios metálicos mantiveram uma evolução positiva da produção, conseguindo contrariar a conjuntura económica desfavorável que afetou todos os restantes setores. Os minérios metálicos continuam, em 2012, a ser o principal setor da indústria extrativa, representando cerca de 45% do seu valor global de produção, ou 462,7 milhões de euros, seguidos dos minérios para a construção, onde se inserem as rochas ornamentais, com 327 milhões de euros (Espírito Santo *Research*, 2014).

A indústria das rochas ornamentais (extração e transformação) é uma das mais antigas atividades económicas nacionais. Agregando a totalidade da fileira extrativa e transformadora, as rochas ornamentais ascenderam, em 2012, a 623,4 milhões de euros de produção - 140,2 milhões de euros de produção comercial de pedreiras em rochas ornamentais e 483,2 milhões de euros de volume de negócios das empresas transformadoras de rochas ornamentais. O mármore é a principal rocha extraída e transformada, seguida do granito (Espírito Santo *Research*, 2014).

Tanto a extração como a transformação sofreram quebras muito significativas do seu desempenho produtivo nos anos mais recentes, influenciadas em grande medida pela crise

económica mundial e, consequentemente, pela contração da economia nacional e europeia, sobretudo a profunda crise e transformação dos setores da construção e do imobiliário. O contributo para o VAB desta fileira ascendeu, em 2011, a 303,8 milhões de euros, vindo de anos sucessivos de quebra, sendo a extração responsável por 41,8% deste valor e a transformação por 58,2%, ou 126,9 milhões de euros e 176,9 milhões de euros, respetivamente. O VAB gerado pela extração de rochas ornamentais pesa 23,7% no total do VAB das indústrias extrativas nacionais. No caso da transformação, este peso é bastante inferior - menos de 1% do VAB do conjunto das indústrias transformadoras nacionais. Em termos de emprego, estamos perante um setor relevante, muitas vezes o maior empregador regional. Em 2012 registaram-se 2598 pessoas ao serviço nas pedreiras e, 6888 pessoas ao serviço nas empresas transformadoras (Espírito Santo *Research*, 2014).

A indústria nacional de rochas é tradicionalmente exportadora, sendo a produção nacional bastante apreciada internacionalmente. Em 2013, as exportações totalizaram 372,09 milhões de euros, com um crescimento médio entre 2005 e 2013 de 6,3%. A conjugação da crise nacional e europeia, e a alteração profunda que o comércio internacional conheceu nos últimos anos, levaram as empresas nacionais a adequar-se a novos mercados internacionais, ao mesmo tempo que se adaptam à concorrência de novos *players*, por exemplo a China e a Índia.

Assim, espera-se que a existência de uma infraestrutura tecnológica e de uma base de conhecimento único, poderão constituir pontos fortes favoráveis à superação de algumas limitações. Irá ser fundamental o desenvolvimento das empresas de maior dimensão, beneficiando com o seu efeito escala, bem como a promoção de movimentos associativos/cooperativos entre empresas de menor dimensão, para que, dessa forma, partilhem os recursos necessários e a massa crítica para poderem competir no mercado mundial (Espírito Santo *Research*, 2014).

A empresa escolhida para este estudo de caso, constituída por escritura pública em 20 de Outubro de 2000, alterou a sua forma jurídica para sociedade anónima em 02 de Dezembro de 2005, com a denominação atual de Marfilpe – Mármore e Granitos, SA.

A atividade desenvolvida por esta empresa insere-se no CAE 23701 – Fabricação de artigos de mármore e de rochas similares.

Nesta empresa, como consequência da dinâmica de crescimento que a mesma tem vindo a apresentar, importa salientar três momentos decisivos, pelo impacto estratégico que tiveram na atividade:

- Em Julho de 2004, finaliza um projeto de investimento que lhe permite modernizar o processo produtivo e a exposição aos clientes dos seus produtos finais;

- No decorrer do exercício de 2007, realiza uma operação financeira de 500 000 €, com o objetivo de reforçar o seu fundo de maneo e em simultâneo aumentar a sua capacidade de produção e aprovisionamento, tal como concluir o processo de certificação de qualidade ISO 9001;

- No ano de 2010, com a apresentação de uma candidatura ao QREN, a empresa pretendeu desenvolver fortemente o seu processo de internacionalização. É também neste ano que se verifica um aumento (200 000 €) de capital social, fixando-se este nos atuais 1 000 000 €

A oferta da Marfilpe centra-se fundamentalmente nas chapas serradas e nas obras, a utilizar como revestimentos, pavimentos e acabamentos na construção civil, apresentando uma variedade diversificada de tipos de pedras que incluem mármore, calcários, granitos, ardósias, ónix, entre outras.

De salientar que parte desta oferta é composta por pedras de características únicas (cores e qualidade) a nível mundial.

A Marfilpe, empresa que no final do ano de 2012 empregava 32 trabalhadores, é hoje um dos *players* de referência (pertence ao grupo das sete maiores empresas) no setor português das rochas ornamentais, apresentando uma oferta diversificada em termos de produtos, uma qualidade única das pedras que disponibiliza e uma flexibilidade elevada nos prazos de resposta e na capacidade de transformação, face às necessidades de cada cliente.

Como resultado do acima exposto, a empresa apresentou no final do exercício de 2012 um volume de negócios de cerca de 3.9 milhões de euros, enquanto a média nacional do setor, de acordo com a central de balanços do banco de Portugal, relativa ao exercício de 2011, se situa abaixo dos 400 000 €. Mediante estes números pode-se afirmar que a Marfilpe pode ser considerada como um caso de sucesso da indústria de transformação de mármore e granitos em Portugal.

6.2.2 - Evolução económica e financeira da empresa

Relativamente ao período de tempo no qual se baseia o estudo, foi considerado o quadriénio 2009 - 2012, pretendendo-se assim evitar eventuais enviesamentos nas demonstrações, decorrentes de situações de carácter extraordinário que possam ter ocorrido num determinado exercício.

Ao observarmos o desempenho económico e financeiro da empresa em estudo, no período em análise, e de acordo com os mapas que a seguir se apresentam, pode-se verificar que a sua evolução recente reflete o abrandamento da economia portuguesa e, nomeadamente o impacto

que tem tido no setor da construção civil e nas diversas atividades económicas que lhe estão associadas.

A nível económico, os principais factos a relatar, no que diz respeito às variações dos resultados, são os seguintes:

- O volume de rendimentos operacionais diminuiu 215 087 €, de 2009 para 2012, situando-se nesse ano ligeiramente acima dos 4 milhões de euros. Destaque, porém, para as vendas e para as prestações de serviços que representam no seu conjunto cerca de 3.9 milhões de euros e que face ao seu valor de 2009 apresentam um aumento de 54 312 €, o que significa um acréscimo de 1% no negócio principal da empresa;

- Em 2012 os resultados operacionais têm um valor acima dos 160 000 €, valor inferior aos cerca de 400 000 € registados em 2009, sendo ainda assim, de realçar a recuperação relativamente ao ano de 2010, ano em que o resultado atingiu um valor negativo de cerca de 62 000 €;

- Os gastos mais importantes da atividade dizem respeito aos custos de matérias vendidas e matérias consumidas (CMVMC), fornecimentos de serviços externos (FSE) e gastos com pessoal que no seu conjunto representam em 2012, cerca de 75% do volume dos rendimentos operacionais gerados;

- Os resultados financeiros apresentam um valor negativo de 253 404 €, relativo ao incremento de gastos financeiros que, face a 2009 aumentaram em 229 846 € (valor sem expressão visto representar apenas 5.9% do volume de rendimentos operacionais);

- O resultado líquido de 2012, embora negativo no valor de cerca de 60 000 €, traduz uma recuperação, nomeadamente em relação ao ano de 2010, ano esse em que os resultados líquidos se traduziram num valor aproximado a 175 000 € negativos;

- Por fim, é de salientar que, embora a evolução económica no período considerado não tenha sido favorável, o autofinanciamento gerado (resultados líquidos somados dos custos não desembolsáveis – amortizações, depreciações, provisões e imparidades do exercício) apresenta um valor de cerca de 175 000 €, o que demonstra que a atividade continua a gerar rendimentos capazes de cobrir todos os gastos que exigem saídas monetárias à empresa.

Seguidamente, apresenta-se a demonstração de resultados no quadriénio 2009 - 2012.

Quadro 8 - Demonstração de Resultados no quadriênio 2009 - 2012 (valores em €)

RUBRICAS	2009	2010	2011	2012
1. VENDAS	3.455.517	3.095.190	3.265.782	3.560.452
2. PRESTAÇÕES DE SERVIÇOS	369.602	592.890	322.989	318.979
3. SUBSÍDIOS À EXPLORAÇÃO		313	1.250	4.938
4. TRABALHOS PARA A PRÓPRIA EMPRESA			3.162	
5. OUTROS RENDIMENTOS OPERACIONAIS	629.667	176.298	290.925	191.295
6. VARIAÇÃO DA PRODUÇÃO	87.572	96.905	130.936	251.607
7. TOTAL	4.542.358	3.961.596	4.015.044	4.327.271
8. CMVMC	2.059.627	2.081.612	2.191.081	2.271.951
9. FORNECIMENTOS E SERVIÇOS EXTERNOS	1.168.610	1.111.991	934.919	986.936
10. GASTOS COM O PESSOAL	405.888	437.496	431.344	452.585
11. AMORTIZAÇÕES E DEPRECIAÇÕES DO EXERCÍCIO	383.382	353.640	302.341	235.042
12. PROVISÕES E IMPARIDADES DO EXERCÍCIO	4.182			
13. OUTROS GASTOS OPERACIONAIS	97.332	39.573	87.401	217.871
14. TOTAL	4.119.021	4.024.312	3.947.086	4.164.385
15. RESULTADOS OPERACIONAIS (7 - 14)	423.337	-62.716	67.958	162.886
16. RENDIMENTOS E GANHOS FINANCEIROS	56.978	99.962	106.336	190.939
17. GASTOS E PERDAS FINANCEIROS	186.444	206.715	320.669	416.290
18. RESULT. ANTES DE IMPOSTOS (15 + 16 - 17)	293.871	-169.469	-146.375	-62.465
19. IMPOSTO SOBRE O RENDIMENTO DO EXERC.	18.164	5.720	-4.262	-1.593
20. RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO (18 - 19)	275.707	-175.189	-142.113	-60.872
AUTOFINANCIAMENTO (11 + 12 + 20)	663.271	178.451	160.228	174.170

A nível financeiro, relevam-se os seguintes aspetos:

- O volume de investimento na atividade estabilizou na ordem dos 11.2 milhões de euros, sendo os ativos fixos tangíveis a rubrica que maior peso tem na exploração da empresa, representando cerca de 5 milhões de euros. O esforço da empresa na aquisição de participações sociais e no financiamento dos seus parceiros comerciais, traduz também um investimento importante na ordem dos 3.7 milhões de euros;

- O valor dos inventários aumentou de 2009 para 2012 em 688 530 €, o que está em linha com as maiores dificuldades do mercado nacional em absorver a produção das empresas. Em 2012 esta rubrica representou 14% do valor total do ativo líquido;

- As dividas de terceiros registaram um aumento considerável face a 2009, salientando-se o saldo de clientes que cresceu acima de 398 000 €, evidenciando também as maiores dificuldades

do mercado em respeitar os prazos de pagamento estabelecidos, em função das maiores dificuldades de tesouraria sentida pela maioria dos agentes económicos;

- Destaca-se o valor de meios financeiros líquidos superior a 600 000 € em 2012, representando 6% do valor ativo líquido e uma liquidez ótima face à situação económica e financeira atual do país.

- Relativamente à estrutura de capitais, salienta-se a importância dos capitais próprios e do passivo de médio e longo prazo no financiamento da atividade, uma vez que representam em conjunto cerca de 67% do valor do ativo líquido;

- É também importante referir que, o endividamento financeiro de médio e longo prazo diminuiu de 2009 para 2012 em 1 327 897 € e que o de curto prazo cresceu progressivamente (957 253 €), até atingir o valor atual de cerca de 1.8 milhões de euros (16.5% do ativo líquido). Os constrangimentos no acesso ao financiamento obrigaram a uma alteração na maturidade dos financiamentos obtidos. Considerando o valor total do financiamento remunerado em 2009 (4 551 825 €), constata-se que houve uma diminuição acentuada do recurso ao capital de instituições financeiras na ordem dos 370 644 €, uma vez que o passivo financeiro total representa em 2012 o valor de 4 181 181 €. Conclui-se que, mesmo com a condicionante da situação económica atual, o ciclo de exploração da empresa consegue gerar fluxos de caixa necessários e suficientes para a sua sustentabilidade.

Seguidamente apresentam-se os balanços da empresa, relativos ao período analisado.

Quadro 9 - Balanços no quadriénio 2009 - 2012, Estrutura de Ativos (valores em euros)

ACTIVO	2009	2010	2011	2012
1. ACTIVOS NÃO CORRENTES	5.798.512	5.851.155	5.617.301	6.288.418
1.1. ACTIVOS INTANGÍVEIS	1.058	51.669	139.439	214.656
1.2. ACTIVOS TANGÍVEIS	4.255.788	4.807.068	4.823.842	4.848.991
1.3. INVESTIMENTOS EM CURSO	98.030	224.225	340.982	
1.4. INVESTIMENTOS FINANCEIROS	3.401.252	3.053.082	2.900.268	3.686.210
1.5. AMORT. E DEPREC. ACUMULADAS	1.957.616	2.284.889	2.587.230	2.461.439
2. OUTROS ACTIVOS DE MÉDIO/LONGO PRAZO	0	0	0	0
3. ACTIVOS CORRENTES	4.501.332	5.118.840	5.075.280	4.970.052
3.1. INVENTÁRIOS	898.780	1.078.253	1.289.012	1.587.310
3.1.1. PROD. ACABADOS E EM CURSO	469.819	566.724	677.498	949.268
3.1.2. MERCADORIAS	399.117	480.574	574.509	600.853
3.1.3. MATÉRIAS-PRIMAS	29.844	30.955	37.005	37.189
3.1.4. IMPARIDADES DE INVENTÁRIOS	0	0	0	0
3.2. DÍVIDAS DE TERCEIROS DE CURTO PRZ	2.189.055	2.718.265	2.694.258	2.701.865
3.2.1. CLIENTES	1.951.314	2.215.605	2.400.888	2.349.323
3.2.2. OUTROS DEVEDORES	237.741	502.660	293.370	352.542
3.2.3. IMPAR. PARA DÍVIDAS DE TERCEIROS	0	0	0	0
3.3. MEIOS FINANCEIROS LÍQUIDOS	1.390.123	1.290.013	1.079.363	606.628
3.3.1. APLICAÇÕES FINANCEIRAS	278.085	586.085	337.494	237.967
3.3.2. DEPÓSITOS BANCÁRIOS	1.112.038	703.928	741.869	368.661
3.3.3. CAIXA	0	0	0	0
3.3.4. IMPAR. PARA MEIOS FINANCEIROS	0	0	0	0
4. ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS	23.374	32.309	12.647	74.249
TOTAL DO ACTIVO	10.299.844	10.969.995	10.692.581	11.258.470

Quadro 10 - Balanço no quadriénio 2009-2012, Estrutura Financeira (valores em euros)

CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO	2009	2010	2011	2012
CAPITAL PRÓPRIO				
5. CAPITAL	800.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
6. OUTROS CAPITAIS PRÓPRIOS	2.663.758	2.659.750	2.709.750	3.469.750
7. RESERVAS	228.979	309.235	309.235	309.235
8. RESULTADOS TRANSITADOS	474.621	670.729	495.541	353.429
9. RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	275.708	-175.188	-142.112	-60.872
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO	4.443.066	4.464.526	4.372.414	5.071.542
PASSIVO				
10. DÍVIDAS A TERCEIROS DE M/L PRAZO	3.807.569	3.567.194	3.265.875	2.449.806
10.1. DÍVIDAS A INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO	3.646.546	3.416.563	3.124.981	2.318.649
10.2. EMPRÉSTIMOS ASSOCIADAS	0	0	0	
10.3. DIVERSOS	161.023	150.631	140.894	131.157
11. DÍVIDAS A TERCEIROS DE CURTO PRAZO	1.983.570	2.859.854	2.978.462	3.662.074
11.1. DÍVIDAS A INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO	905.279	1.471.800	1.500.277	1.862.532
11.2. FORNECEDORES	887.083	1.316.257	1.287.538	1.515.559
11.3. ESTADO E OUTROS ENTES PÚBLICOS	27.343	14.293	14.765	21.805
11.4. DIVERSOS	163.865	57.504	175.882	262.178
12. ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS	65.639	78.420	75.830	75.047
TOTAL DO PASSIVO	5.856.778	6.505.468	6.320.167	6.186.927
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO	10.299.844	10.969.994	10.692.581	11.258.469

A evolução apresentada pode ser enriquecida pela análise dos indicadores económicos e financeiros históricos.

A nível económico, é possível constatar que o ano de 2010 foi o menos positivo relativamente ao período analisado. Os excedentes financeiros libertos pela atividade diminuíram, tornando inclusivamente a rentabilidade negativa. Em 2011, embora o risco do negócio ainda seja considerável (por exemplo, a margem de segurança passou de 48% em 2009 para 8% para 2011), o volume de atividade aumentou ligeiramente face ao ano anterior e voltaram-se a obter rentabilidades operacionais positivas, o que significa que o negócio foi capaz de gerar rendimentos capazes de cobrir os gastos associados à atividade normal. Essa realidade veio a confirmar-se no exercício de 2012, existindo novamente um crescimento do volume de negócios que, aliado a uma melhor gestão da margem bruta (rendimentos operacionais face aos CMVMC e aos FSE), permitiu aumentar a margem de segurança do negócio para os 18%, valor muito acima dos 8% registado em 2011. De seguida, apresentam-se os indicadores económicos do período analisado.

Quadro 11 - Indicadores Económicos do período de 2009 a 2012

RUBRICAS	2009	2010	2011	2012
Capacidade de Gerar Meios				
TAXA DE CRESCIMENTO DA PRODUÇÃO	-	-13,00%	1,00%	8,00%
MEIOS LIBERTOS BRUTOS	810.901	465.738	530.864	397.929
MEIOS LIBERTOS LÍQUIDOS	663.272	353.265	320.792	174.171
Risco do Negócio				
PONTO CRÍTICO	3.079.059	4.285.103	3.708.130	3.667.533
MARGEM DE SEGURANÇA	48,00%	-8,00%	8,00%	18,00%
COEFICIENTE DE ABSORÇÃO DE CUSTOS VARIÁVEIS	29,00%	19,00%	22,00%	25,00%
GRAU ECONÓMICO DE ALAVANCA	3,10	--	13,08	6,56
Rendibilidade				
RENDIBILIDADE OPERACIONAL DOS RO	9,32%	-1,58%	1,69%	3,76%
RENDIBILIDADE LÍQUIDA DOS RO	6,07%	-4,42%	-3,54%	-1,41%
RENDIBILIDADE ECONÓMICA DO ACTIVO	4,11%	-0,57%	0,64%	1,45%
RENDIBILIDADE DOS CAPITAIS PRÓPRIOS	-	-0,98%	-0,80%	-0,32%
Contributo Económico				
V.A.B. - VALOR ACRESCENTADO BRUTO	1.273.767	828.383	907.980	1.041.452
V.A.B. POR TRABALHADOR	45.492	26.722	28.374	32.545

Quanto aos indicadores financeiros, evidenciam que a situação de tesouraria tem vindo a deteriorar-se em função de dois efeitos: a redução do passivo financeiro de médio e longo prazo, refletido no menor fundo de maneio, e o alargamento dos prazos de recebimento derivados da crise económica e financeira do país. Em 2012, se considerarmos os prazos de rotação de existências em conjunto com o prazo de recebimentos, observamos que a empresa desde que efetuou uma compra até receber o respetivo valor dos clientes, demorou em média 497 dias, prazo bastante superior ao número de dias que teve como prazo para pagar a credores (202 dias).

Porém, em virtude do seu ótimo desempenho económico e financeiro histórico, a empresa apresenta uma autonomia financeira de 45% e uma liquidez atrativa de 1,33 (os ativos correntes cobrem 133% o valor dos passivos de curto prazo), sendo de salientar que os meios financeiros líquidos representam em 2012, 12% dos ativos correntes (acima de 600.000 euros), o que demonstra a boa capacidade financeira que a empresa possui para responder aos desafios futuros e uma margem interessante para poder negociar novas fontes de financiamento para a expansão da atividade. Em simultâneo, constatamos que para além do número de períodos de recuperação da dívida ter diminuído, a atividade ainda consegue cobrir os encargos financeiros 1,41 vezes, evidenciando também capacidade para remunerar novos investimentos na MARFILPE por parte de instituições financeiras.

Quadro 12 - Indicadores Financeiros do período de 2009 a 2012

RUBRICAS	2009	2010	2011	2012
Tesouraria				
FUNDO DE MANEIO	2.452.123	2.180.566	2.020.987	1.232.931
NECESSIDADES DE FUNDO DE MANEIO	1.893.402	1.917.197	2.324.414	2.398.471
TESOURARIA	558.720	263.369	-303.426	-1.165.540
PRAZO MÉDIO DE RECEBIMENTOS (EM DIAS)	179	257	253	242
PRAZO MÉDIO DE PAGAMENTOS (EM DIAS)	122	159	173	202
ROTAÇÃO DE STOCKS (EM DIAS)	159	189	215	255
CICLO DE EXPLORAÇÃO	217	287	296	295
LIQUIDEZ GERAL	2,2	1,74	1,66	1,33
LIQUIDEZ REDUZIDA	1,76	1,38	1,24	0,91
Estrutura de Capitais				
AUTONOMIA FINANCEIRA	43,14%	40,70%	40,89%	45,05%
SOLVABILIDADE TOTAL	75,86%	68,63%	69,18%	81,97%
NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO	56,86%	59,30%	59,11%	54,95%
PESO DE ENDIVIDAMENTO DE MLP	36,97%	32,52%	30,54%	21,76%
PESO DE ENDIVIDAMENTO DE CP	19,90%	26,78%	28,56%	33,19%
Risco Financeiro				
COBERTURA DOS ENCARGOS FINANCEIROS	4,65	1,89	1,49	1,41
PERÍODOS DE RECUPERAÇÃO DA DÍVIDA	7,11	28,24	29,75	24,76

6.2.3 - O Desempenho Económico e Financeiro Histórico da empresa face ao setor de Atividade

Após a descrição da evolução recente da atividade da empresa, julga-se importante fazer o seu enquadramento relativamente à realidade do setor nacional das rochas ornamentais e para tal, suportámo-nos nos dados constantes na Central de Balanços do Banco de Portugal. Nesse sentido, compararam-se alguns indicadores económicos e financeiros da empresa com os últimos resultados disponíveis do setor referentes às médias do ano de 2011.

Quadro 13 - Indicadores Económicos e Financeiros empresa versus setor

INDICADORES	MARFILPE 2012	SECTOR 2011
INDICADORES ECONÓMICOS		
TOTAL DE VOLUME DE NEGÓCIOS (VN)	3.879.431€	384.105€
TAXA DE CRESCIMENTO DO VN	8,1%	-5,44%
RENDIBILIDADE OPERACIONAL DO VN	3,76%	-1,28%
RENDIBILIDADE DO ACTIVO - ROI	1,45%	-0,67%
RENDIBILIDADE DOS CAPITAIS PRÓPRIOS	-0,32%	-7,00%
INDICADORES DE TESOURARIA		
FUNDO DE MANEIO	1.232.931€	107.270€
NECESSIDADES DE FUNDO DE MANEIO	2.398.471€	214.983€
TESOURARIA LÍQUIDA	-1.165.540€	-107.713€
PRAZOS MÉDIOS DE RECEBIMENTO	242 dias	200 dias
PRAZOS MÉDIOS DE ROTAÇÃO DE EXISTÊNCIAS	255 dias	378 dias
PRAZOS MÉDIOS DE PAGAMENTO	202 dias	286 dias
LIQUIDEZ GERAL	1,33	1,31
LIQUIDEZ REDUZIDA	0,91	0,81
INDICADORES DE ESTRUTURA DE CAPITAIS		
AUTONOMIA FINANCEIRA	45%	30%
ENDIVIDAMENTO BANCÁRIO	34%	38%

Através da comparação entre os valores da empresa e os do setor, pode-se chegar às seguintes conclusões:

- A empresa apresenta uma dimensão bastante superior face à média do setor (representa 10 vezes o tamanho médio de um concorrente nacional);

- O setor teve uma redução do volume de negócios enquanto a empresa tem vindo a crescer ao longo dos 2 últimos anos;

- Relativamente à rentabilidade, verifica-se que em termos de remuneração do volume de negócios, do investimento total e dos proprietários, os valores da MARFILPE são melhores que os do setor que, apresenta resultados negativos em todos os indicadores analisados;

- Quanto à situação de tesouraria, verifica-se que a empresa apresenta um indicador de tesouraria líquida mais negativo que o setor. Contudo, tal fica a dever-se à redução no fundo de maneio provocada pela diminuição do passivo financeiro, mas também, ao aumento dos ativos não correntes derivado do financiamento à atividade da filial angolana em 2012 no valor de 878.089€. Assim, pode-se dizer que o balanço atual apresenta a situação financeira da empresa associada a um momento importante de investimento que, exigiu a deslocação de meios

financeiros líquidos para ativos não correntes, e que irá gerar rendibilidade apenas nos exercícios futuros. Obviamente, que a libertação de excedentes financeiros através do mercado angolano irá fortalecer o património e a posição financeira da MARFILPE no curto prazo. De salientar que, se não considerássemos esse valor de investimento nos ativos não correntes, a situação de tesouraria, embora negativa apresentaria o valor de 287.451€. Em simultâneo, se verificarmos o peso da tesouraria líquida com este montante face ao valor do volume de negócios, observa-se que as necessidades financeiras da empresa corresponderiam a 7,4% das vendas e das prestações de serviços, enquanto que no caso do setor o seu peso é de 28,0%, substancialmente maior;

- Pelos prazos de recebimento, de pagamento e de rotação de inventários, verifica-se que o ciclo de exploração da empresa em 2012 é semelhante ao do setor (295 dias contra 292 dias no setor). Embora haja uma melhor gestão da rotação dos inventários, existiu uma diminuição dos prazos de pagamento a fornecedores que, a par de recebimentos mais tardios junto de clientes, tornou o prazo do ciclo da atividade similar ao praticado pelos competidores nacionais;

- Já os indicadores de liquidez da empresa apresentam valores superiores aos do setor. Tal, ainda é mais relevante pelo facto de os dados financeiros estarem a ser condicionados pela transferência de meios financeiros para ativos não correntes por via do financiamento da atividade da filial angolana. Se esse valor continuasse em ativos correntes, o indicador de liquidez geral teria um valor de 1,60, ou seja, bastante superior ao do setor. Porém, mesmo no momento atual que se caracteriza por investimentos no mercado angolano, o indicador de liquidez geral mostra-nos que os ativos de curto prazo cobririam 133% dos passivos de maior exigibilidade, o que demonstra a capacidade da empresa para cumprir os seus compromissos de curto prazo, bem como um risco financeiro reduzido;

- Tal situação é ainda confirmada pelo indicador de autonomia financeira que apresenta um valor de 45% contra apenas 30% do sector;

- O endividamento financeiro relativamente ao total de investimento da empresa é inferior em 4% face aos dados médios do sector. Tal, evidencia mais uma vez a boa capacidade de endividamento da MARFILPE para a obtenção de novos financiamentos necessários à expansão da sua atividade.

Sendo assim, julga-se que fica demonstrada a boa sustentabilidade financeira da empresa. Pese a diminuição do volume de negócios em 2010, associada ao impacto da crise económica e financeira do país nos mais diversos setores de atividade, a empresa reagiu estrategicamente e tem conseguido, através da diversificação da atividade para novos mercados, não só continuar a

aumentar o seu volume de negócios, como também, imprimir uma dinâmica de investimento que irá garantir a sua sustentabilidade financeira ao longo do tempo.

Deste modo, considera-se que a MARFILPE apresenta ótimas condições para continuar a atrair novos investidores para expandir a sua atividade para os mercados emergentes com atratividades elevadas e garantir o crescimento sustentado do negócio.

6.2.4 - Evolução da criação de valor da Marfilpe

Relativamente à avaliação da capacidade de criação de valor, começou-se por determinar o balanço funcional, tendo como referência os procedimentos anteriormente mencionados.

Quadro 14 - Balanço Funcional, Quadriénio 2009 - 2012 (valores em euros)

RUBRICAS	2009	2010	2011	2012
Ativos Fixos Ajustados	5.637.489	5.700.524	5.476.407	6.157.261
NFM Exploração	1.870.029	1.884.888	2.311.767	2.324.222
- Necessidades Cíclicas	2.850.094	3.293.858	3.689.900	3.936.633
- Recursos Cíclicos	980.065	1.408.970	1.378.133	1.612.411
NFM Extraexploração	1.487.373	1.767.478	1.209.498	771.241
- Tesouraria Ativa	1.651.238	1.824.982	1.385.380	1.033.419
- Tesouraria Passiva	163.865	57.504	175.882	262.178
Total de Investimento	8.994.891	9.352.890	8.997.672	9.252.724
Capitais Próprios	4.443.066	4.464.526	4.372.414	5.071.542
Passivo Financeiro	4.551.825	4.888.363	4.625.258	4.181.181
Total de Financiamentos	8.994.891	9.352.889	8.997.672	9.252.723

Como ativos fixos ajustados consideram-se todos os ativos não correntes da empresa, deduzidos de passivos não remunerados de médio e longo prazo, nomeadamente outras contas a pagar. Neves (2011) refere a importância de se isolarem as fontes de financiamento remuneradas no lado direito do balanço, como forma de se identificar o peso dos diferentes investidores e o respetivo custo por eles exigido. Assim, surge a questão relativamente ao que fazer aos passivos de médio e longo prazo que não são remunerados e que também não serão considerados nas necessidades de fundo de maneio, tanto de exploração como de extra exploração, visto terem graus de exigibilidade superiores a um ano, não afetando a tesouraria de curto prazo. De acordo com Menezes (2010), é importante no cálculo do fundo de maneio, no âmbito das decisões estratégicas da empresa, incluir todas as rubricas com impacto a médio e longo prazo na atividade. Assim, no balanço funcional construído, o valor dos ativos não correntes da empresa em estudo, surge devidamente corrigido dos passivos com reduzida exigibilidade, visto estes ajudarem a financiar a menor liquidez destes investimentos na atividade.

As necessidades cíclicas (NC) e os recursos cíclicos (RC) correspondem às rubricas ligadas diretamente ao ciclo de exploração com caráter corrente. As necessidades cíclicas compreendem os inventários e clientes sendo os recursos cíclicos compostos pelos fornecedores, estado e outros entes públicos, acréscimos e diferimentos operacionais (por exemplo, subsídios de férias registados).

Relativamente à tesouraria a mesma compreende todas as contas ativas e passivas ligadas ao ciclo de extra exploração do grupo. Destaca-se que, no caso da tesouraria passiva não foram consideradas quaisquer rubricas de passivo remunerado, fazendo estas parte dos passivos financeiros. A tesouraria ativa é composta por caixa e depósitos bancários, aplicações financeiras de curto prazo, outras contas a receber de extra exploração (por exemplo empréstimos a empresas do grupo) e acréscimos e diferimentos, sendo a tesouraria passiva composta por outras contas a pagar extra exploração (por exemplo, dividas a consultores).

Relativamente aos passivos financeiros estes englobam todas as rubricas que traduzem o ciclo de financiamento da empresa. Assim, incluíram-se todas as fontes de financiamento que dizem respeito ao capital alheio remunerado da empresa, nomeadamente empréstimos de médio e longo prazo, de curto prazo e descobertos bancários.

Relativamente ao custo do capital investido (próprio e alheio), foi calculado através do *weighted average capital cost* (WACC). Para calcular o WACC teve-se que determinar o valor das seguintes rubricas: taxa de imposto efetiva (t), custo do capital alheio (K_d), custo do capital próprio (K_e), capital investido, passivo financeiro e capital próprio.

Como referido anteriormente, a taxa de imposto efetiva foi calculada considerando a relação entre o imposto sobre o rendimento de pessoas coletivas (IRC) refletido na demonstração de resultados do exercício em cada período e o valor de resultados antes de impostos (RAI). O custo do capital alheio foi determinado tendo como referência a relação entre os gastos financeiros registados na demonstração de resultados no final do período e o valor do passivo financeiro em cada exercício económico. O custo de capital próprio (K_e) foi determinado considerando a RCP média das empresas que constituem o 3º quartil do setor (25% dos melhores competidores), de acordo com os dados da central de balanços do banco de Portugal.

O quadro seguinte detalha as diversas parcelas utilizadas no cálculo do custo médio ponderado de capital (WACC), e os respetivos valores calculados, no período em análise.

Quadro 15 - Custo Médio Ponderado do Capital

RUBRICAS	2009	2010	2011	2012
t - taxa de imposto efetiva	6,181%	-3,375%	2,912%	2,550%
Kd - custo do capital alheio	4,096%	4,229%	6,933%	9,956%
Ke - custo do capital próprio	6,290%	4,150%	3,150%	5,610%
Capital Investido	8.994.891	9.352.890	8.997.672	9.252.724
Passivo Financeiro	4.551.825	4.888.363	4.625.258	4.181.181
Capital Próprio	4.443.066	4.464.526	4.372.414	5.071.542
WACC	5,052%	4,266%	4,991%	7,459%

Neste cálculo do custo médio ponderado de capital (WACC), nota-se claramente o aumento substancial do custo do capital alheio (associado à maior dificuldade na obtenção de créditos bancários pelas empresas). Ao nível do custo do capital próprio, verifica-se que este diminuiu ao longo dos anos (embora com uma ligeira subida em 2012) o que evidencia o impacto da crise financeira do país na atividade das empresas. Assim, o WACC diminuiu de 2009 para 2010, atingindo em 2012 o seu maior valor, derivado ao aumento do custo do capital alheio.

Quanto à rentabilidade supranormal (RS) traduz a amplitude entre o ROIC e o WACC, tendo esta empresa nos três anos analisados destruído valor, visto os valores da rentabilidade supranormal serem sempre negativos.

Quadro 16 - Cálculo da RS (valores em euros)

RUBRICAS	2009	2010	2011	2012
RLSAF	450.627	38.503	169.219	344.802
Total de Investimento	8.994.891	9.352.890	8.997.672	9.252.724
ROIC	5,010%	0,428%	1,809%	3,832%
Custo do Capital	5,052%	4,266%	4,991%	7,459%
Rentabilidade Supranormal	-0,042%	-3,838%	-3,182%	-3,627%
Valor Criado	-3.762	-345.196	-297.573	-326.360
Valor Criado Acumulado	-4.425	-389.458	-319.769	-326.360
Valor Acumulado (2009 -2012)				-1.035.588

Relativamente ao valor acumulado, consideram-se apenas os anos de 2010 a 2012, em virtude de no cálculo do VEC, o ano de 2009 ter sido considerado o ano de investimento. Deste modo, pretende-se utilizar os mesmos princípios financeiros, a fim de garantir que os valores dos diferentes indicadores utilizados (RS, EVA e VEC), serão exatamente iguais.

Embora se verifique ao longo dos anos que o ROIC tenha valores positivos e, como tal, há criação de rentabilidade, esta nunca foi suficiente para cobrir o custo de capital exigido, o que significa que não houve criação de valor.

De notar que, o ROIC aumentou ao longo dos anos. Contudo, o custo de capital teve incrementos superiores, o que fez com que o negócio não conseguisse libertar os excedentes necessários para garantir a rentabilidade exigida.

Nos quadros seguintes, são apresentados os valores do EVA® e do VEC, onde se verificam os mesmos resultados matemáticos e, portanto, as mesmas conclusões relativamente à falta de capacidade da atividade da Marfilpe para criar valor ao longo dos anos analisados. De acordo, com os princípios financeiros utilizados, de 2009 a 2012 o negócio destruiu 1.035.588 euros, face à rentabilidade exigida pelos investidores.

Quadro 17 - Cálculo do EVA® (valores em euros)

RUBRICAS	2009	2010	2011	2012
RLSAF	450.627	38.503	169.219	344.802
Total de Investimento	8.994.891	9.352.890	8.997.672	9.252.724
Custo do Capital	5,052%	4,266%	4,991%	7,459%
Resultado Esperado	454.389	383.699	466.792	671.162
EVA	-3.762	-345.196	-297.573	-326.360
Valor Criado Acumulado	-4.425	-389.458	-319.769	-326.360
Valor Acumulado (2009 – 2012)				-1.035.588

Quadro 18 - Cálculo do VEC (valores em euros)

RUBRICAS	2009	2010	2011	2012
Meios Libertos		392.143	471.560	579.844
Variação do Ativo.	10.138.821	1.034.183	34.664	810.668
Variação do Passivo		322.544	87.541	320.574
Valor residual dos ativos				9.252.724
Cash-flow		-319.496	524.437	9.342.474
Custo do Capital		4,266%	4,991%	7,459%
Cash-flow capitalizado ao último período		-360.463	563.556	9.342.474
Valor Acumulado				-1.035.588

Salienta-se, mais uma vez que, o VEC necessita de vários exercícios para poder ser estudado, sendo o primeiro ano considerado como o ano de investimento. Para efeitos de cálculo

do valor económico criado (VEC), o primeiro ano deste estudo (2009) foi considerado como o ano de “partida”, tendo como consequência, o facto de apenas se analisarem os exercícios compreendido entre os anos de 2010 e 2012 para efeitos da determinação da capacidade de criação de valor.

Assim, embora em termos de evolução económica e financeira o desempenho da empresa não tenha sido mau, uma vez que inclusivamente se verifica uma certa recuperação no ano de 2012, ao nível da capacidade de criação de valor, observa-se que a atividade ao longo do período analisado nunca foi capaz de gerar uma rentabilidade suficiente para garantir a remuneração pretendida pelos investidores. Tal situação, evidencia a importância de se complementar a análise financeira tradicional com a lógica da criação de valor, de modo a ter-se uma visão mais completa sobre o desempenho financeiro das empresas.

Conclusão

Esta dissertação de mestrado teve por objetivo avaliar a criação de valor, recorrendo a indicadores com base em diferentes perspetivas (resultados, rentabilidade e fluxos de caixa).

A metodologia escolhida foi o estudo do caso, tendo este método sido aplicado a uma empresa de referência do setor português das rochas ornamentais, permitindo assim observar a evolução da criação de valor numa empresa relativa a um dos setores onde Portugal apresenta maiores vantagens competitivas nos mercados internacionais, num período conturbado em termos de economia nacional.

Relativamente às diferentes perspetivas, conclui-se que as que se baseiam nos resultados (EVA®) ou na rentabilidade (RS), são as mais fáceis de calcular, visto serem facilmente extraídas dos diversos mapas financeiros, parte integrante do relatório e contas anual das empresas. Para além disso, verificou-se que a avaliação da criação de valor com base nos fluxos de caixa necessita da análise de vários exercícios económicos, o que condiciona a sua operacionalização.

Ainda assim, conclui-se também que, se os princípios financeiros forem respeitados e uniformes, no âmbito da avaliação da criação de valor, o cálculo dos diferentes indicadores, baseados nas perspetivas dos resultados, da rentabilidade ou dos fluxos de caixa, irá originar resultados matemáticos idênticos.

Ao nível do estudo de caso realizado, verificou-se que a evolução económica e financeira da empresa, embora com alguns indicadores menos positivos, foi positiva durante o período analisado. Contudo, ao nível da capacidade de criação de valor, observou-se que ao longo do período estudado o negócio nunca foi capaz de gerar uma rentabilidade superior à remuneração pretendida pelos investidores.

Deste modo, verifica-se que a lógica da criação de valor poderá contribuir para a obtenção de uma visão mais completa sobre o desempenho financeiro das empresas.

Como limitação da investigação refere-se que, embora se tenham estudado 4 anos (exercícios), devido à forma de cálculo do VEC, apenas se puderam considerar 3 anos para avaliar a criação de valor acumulado entre 2009 e 2012, o que demonstra, mais uma vez, a limitação inerente à utilização de métricas de avaliação da criação de valor baseadas nos fluxos de caixa. Assim, talvez os resultados da análise da criação de valor tivessem sido diferentes se, o número de anos observados fosse superior. Inclusivamente, teria sido possível, comparar a capacidade de criação de valor antes e após a existência da crise económica e financeira do país, constatando-se o impacto desta na atividade da empresa.

Como linha de investigação futura, em alternativa ao estudo de caso aplicado à empresa Marfilpe, julga-se que seria importante realizar um estudo quantitativo mais abrangente da evolução económica e financeira do mesmo setor, de forma a poder-se generalizar as conclusões sobre a capacidade de criação de valor destas empresas ao longo destes últimos anos.

Referências Bibliográficas

Amaro, A. (2012). *Evolução da criação de valor no sector petrolífero Português*. Tese de Mestrado não publicada. ESCE, ISP de Setúbal.

Anthony, R., Govindarajan, V. (2004). *Management Control Systems* (11ª Edição). New York: McGrawHill/Irwin.

Argyris, C. (1952). *The impact of budgets on people*. Controllership Foundation. New York.

Banco de Portugal (2014), Central de Balanços, <https://www.bportugal.pt>.

Brealey, R., Myers, S. (1998). *Princípios de Finanças Empresariais*. (5ª edição). MacGraw-Hill.

Brealey, R., Myers, S., Marcus, A. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance*. (3ª edição). MacGraw-Hill.

Câmara, P. (2012). Manual de gestão e avaliação de desempenho. 1ª edição. Lisboa: Editora RH, Lda.

Chakravarthy, B., White, R. (2002). *Strategy process: forming, implementing and changing strategies*, in Pettigrew, A., H. Thomas e R. Whittington (eds), *Handbook of strategy and management*. London: Sage.

Chandler, A. (1977). *The visible hand - managerial revolution in American business*. Harvard University Press. Boston.

Clinton, B., Chen, S. (1998). *Do new performance measures measure up?* *Management Accounting* (October): 38, 40-43.

Damodaran, A. (1994). *Damodaran on Valuation*. New York: John Wiley and Sons.

Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation* (2nd edition). New York: John Wiley and Sons.

Damodaran, A. (2005). *Damodaran on Valuation - security analysis for investment and corporate finance* (2ª Edição). New York: John Wiley and Sons.

Damodaran, A. (2007). *Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and implications*. Disponível em 22-02-2012 em <https://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/returnmeasures.pdf>

Desai, M., Ferri, F. (2006). *Understanding Economic Value Added*, *Harvard Business Review*, Rev, July, 11th, 2006

Drucker, P. (1954). *The practice of management*. Harper, New York.

Esperança, J., Matias, F. (2009). *Finanças Empresariais* (2ª Edição). Alfragide: Texto Editora.

Espirito Santo Research (2014). *Produção de Rochas Ornamentais - análise setorial*. Banco Espirito Santo.

Fernandez, P. (2002). *Valuation methods and shareholder value creation*. California: Academic Press.

Franco, V., Morais, A., Oliveira, A., Lourenço, I., Jesus, M., Major, M., Oliveira, B., Serrasqueiro, R. (2008). *Temas de Contabilidade e Gestão - Gestão Orçamental e Medidas Financeiras de Avaliação de Desempenho* (2ª Edição). Lisboa: Livros Horizonte.

Freixo, M. J. V. (2010).- *Metodologia científica: fundamentos, métodos e técnicas*. 2ª Edição. Lisboa: Instituto Piaget.

Fruham, W. (1979). *Financial Strategy: Studies in the Creation, Transfer and Destruction of Shareholder Value*, Homewood, Ill.: Richard D. Irwin.

Ghoshal, S., Bartlet, C. (1997). *The individualized corporation*, Harper, New York.

Gomes, J., Pires, J. (2011). *SNC - Sistema de Normalização Contabilística - Teoria e Prática* (4ª Edição). Porto: Vida Económica.

Hayes, R., Abernathy, W. (1980). *Managing our way to economic decline*. *Harvard Business Review*. July - August; 67-77.

Jordan, B., Ross, S., Westerfield, R. (1998). *Fundamentals of corporate finance*. MacGraw-Hill Books Co.

Jordan, H., Neves, J., Rodrigues, J. (2012). *O Controlo de Gestão - Ao serviço da estratégia e dos Gestores* (8ª Edição). Lisboa: Áreas Editora.

Kassai, J., Casanova, S., Santos, A., Assaf, A. (2005). *Retorno de Investimento: abordagem matemática e contabilística do lucro empresarial*. São Paulo: Atlas.

Krauter, E., Sousa, A. (2007). *Medidas de Avaliação de Desempenho Financeiro e Criação de Valor para o Acionista: um estudo de caso*. 5ª Semead - Seminários em Administração, São Paulo. Volume 1. Pág. 1-15.

Lisnave (1992), Manual de Qualidade da Lisnave.

Marfilpe (2009). Relatório e Contas, Marfilpe.

Marfilpe (2010). Relatório e Contas, Marfilpe.

Marfilpe (2011). Relatório e Contas, Marfilpe.

Marfilpe (2012). Relatório e Contas, Marfilpe.

Martin, J., Petty, J. (2004). *Gestão baseada em valor: a resposta das empresas á revolução dos acionistas*. Rio de Janeiro: Qualitymark.

Matano, T., Yamamoto, E. (2007). *Why intelectual assets management is crucial. Managing intelectual property*, 172, 99-100.

Mendes, A. (2001). A teoria de agência aplicada á análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa. Tese de doutoramento em administração. Faculdade de economia, administração e contabilidade, São Paulo.

Menezes, H. (2010). *Princípios de Gestão Financeira*. (12ª Edição). Lisboa: Editorial Presença.

Menger, C. (2007). *Principles of Economics*. In Dingwall, J. e Hoselitz, B. (capítulo III e VI), Alabama, EUA: Ludwig von Mises Institute.

Modigliani, F., Miller, M. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3 (Jun., 1958), pp. 261-297 Published by: American Economic Association

Mota, A., Custódio, C. (2008). *Finanças da Empresa - Manual de Informação, Análise e Decisão Financeira para Executivos* (4ª Edição). Lisboa: Bnomics.

Neely, A. (2005). *The evolution of performance measurement research - developments in the last decade and a research agenda for the next*. *International Journal of Operations & Production Management*. Vol. 25, Nº 12, 1264-1277.

Neves, J. (2000). *Análise Financeira Vol. I - Técnicas Fundamentais* (12ª Edição). Lisboa: Texto Editora.

Neves, J. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal.

Neves, J. (2008). *Análise Financeira Vol.II - Avaliação do Desempenho baseada no Valor*. Lisboa: Texto Editora.

Neves, J. (2011). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa* (2ª Edição). Lisboa: Texto Editora.

Neves, J. (2012). *Análise e Relato Financeiro - Uma visão integrada de gestão* (5ª Edição). Lisboa: Texto Editora.

Neves, J., Batalha, A. (2001). *Métricas de Avaliação do Desempenho Económico*. Disponível em 25.02.2012 em https://pascal.iseg.utl.pt/~jcneves/texto_desempenhoeconomico.pdf.

Peterson, P., Peterson, D. (1996). *Performance das empresas e medidas de valor adicionado*. Virgínia: Fundação de pesquisa do instituto de analistas financeiros certificados.

Porfírio, J., Couto, G. e Lopes, M. (2004). *Avaliação de projetos - da análise tradicional às opções reais*. Publisher Team, Lisboa.

Rappaport, A. (1986). *Creating Shareholder Value: the new standard for business performance*. New York, Free Press.

Rappaport, A. (2001). *Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores*. São Paulo: Atlas.

Ribeiro, J. (2003). *Modelo de identificação de grupos estratégicos para a indústria metalomecânica de produção, por encomenda, de bens de equipamento*. Tese de doutoramento não publicada. ISCTE.

Ridgway, V. (1956). *Dysfunctional consequences of performance measurements*. *Administrative Science Quarterly*. Vol. 1, Nº 2, 240-247.

Rodrigues, J. (2000). *Criação de valor: um imperativo da gestão*. Concurso de provas publicas para professor adjunto, ESCE, instituto politécnico de Setúbal.

Russo, R. (2009). *Balanced Scorecard para PME e Pequenas e Médias Instituições*. Lisboa: Lidel Editora.

Ryan et al. (2002). *Research Method & Methodology in Finance & Accounting*, 2nd edition. Thomson, London.

Santos, A. (2008). *Gestão Estratégica - Conceitos, modelos e instrumentos*. Lisboa: Escolar Editora.

Scherer, F. (1980). *Industrial market structure and economics performance*. 2ª edição. Houghton Mifflin Company.

Sewall, H. (1968). *The theory of value before Adam Smith*. Augustus M. Kelley Publishers, New York, 1901 reprint.

Silva, E., Queirós, M. (2010). *Gestão Financeira - Análise de Investimentos*. Porto: Vida Económica.

Smith, A. (1956). *Inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. New York: Collier & Son Corporation (edição original 1776).

Stewart, G. (1991). *The Quest for Value: a Guide for Senior Managers*. Harper Business.

Stewart, G. (1994). EVA®: Fast and Fantasy. *Journal of Applied Corporate Finance*

Teixeira, A., Alves, T. (2003). *A Contabilidade e o Valor, na perspectiva dos utilizadores da informação financeira*. XV Encontro Nacional da ADCES: Contabilidade e Valor: Novos Contextos?

Teixeira, N., Pardal, P. (2005). *Uma nova visão empresarial*. Trabalho não publicado no âmbito do 1º concurso de projetos de investigação do ISP de Setúbal.

Teixeira, N. (2008a). *A rentabilidade e a criação de valor*. XIII Encontro AECA, Aveiro (2008).

Teixeira, N. (2008b); *A caracterização da estrutura financeira do sector das tecnologias de informação*; Estudo apresentado no âmbito do Concurso de provas públicas para Professor Adjunto na ESCE na área científica de Finanças (edital nº 682/2008).

Teixeira, N., Amaro, A. (2013). *Avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor - um estudo de caso*. Disponível em 21.01.2014 em <https://furb.br/universocontabil>

Vasconcelos, Y., Mativi, C., Yoshitake, M., (2006). *Indicadores de Desempenho: Realidade sobre os acrónimos utilizados na análise contábil*. Editora Unijuia, nº 24 Pág. 41-53.

Venanzi, D. (2010). *Financial performance measures and value creation: a review*. Disponível em 22.02.2012 em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1716209

Vieito, J., Maquieira, C. (2010). *Finanças Empresariais - Teoria e Prática*. Lisboa: Escolar Editora.

Wahba, C. (2002). *Geração de riqueza através de inteligência gerencial*. Rio de Janeiro: Qualitymark.

Yin, R. (2009). *Applications of Case Study Research*. Sage Publications Ltd.

Young, J. (1978). *Classical theories of value: from Smith to Sraffa*. Westview Press, Boulder, CO.

Young, S., O'Byrne, S. (2001). *EVA® and Value Based Management*, New York: MacGraw-Hill.